

**М.В. Ершов**

**МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС  
ЧТО ДАЛЬШЕ?**

УДК 338.124.4:336"2008"+338(100)

ББК 65.5-971

E80

Ершов М.В.

E80 **Мировой финансовый кризис. Что дальше? /**

М.В. Ершов. — Москва: Экономика, 2011. — 295 с.

ISBN 978-5-282-03130-0

В книге показано, какие причины были в основе самого мощного финансового кризиса послевоенного мира, в результате которого была в принципе поставлена под сомнение эффективность финансовой модели капитализма (в первую очередь ее американской версии) и ее жизнеспособность в условиях глобального рынка. При этом антикризисные меры лишь стабилизировали ситуацию, не устранив фундаментальных причин, вызвавших кризис.

В геоэкономическом плане с большой степенью вероятности можно также утверждать, что наряду с глобальным переделом собственности и за масштабными падениями котировок стоят более глубинные интересы и центры силы. В результате таких изменений «явная» и «неявная» экономическая картина мира в обозримом будущем может серьезно измениться.

В таких условиях возникает уникальная по историческим меркам ситуация, когда участники мировой экономики, и в первую очередь Россия, могут сформировать новые основы новой модели развития, которая отвечает их национальным интересам и может обеспечить устойчивое развитие в глобальной посткризисной среде.

В книге рассматриваются прогнозы автора, которые подтвердились в ходе недавних кризисных событий, а также предложены новые прогнозы относительно перспектив развития мировой и российской экономики в будущем.

УДК 338.124.4:336"2008"+338(100)

ББК 65.5-971

© Ершов М.В., 2011

© ЗАО «Издательство «Экономика»,

2011

ISBN 978-5-282-03130-0

# Содержание

---

<b>ВВЕДЕНИЕ (ОТ АВТОРА).....</b>	<b>7</b>
<b>1. МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС</b>	
2007 г. ....	15
Некоторые предпосылки кризиса .....	17
Глобальные дисбалансы .....	38
<b>2. КАКИЕ УГРОЗЫ БЫЛИ В БАЛАНСАХ БАНКОВ И КАК РАЗВИВАЛСЯ КРИЗИС НА МИКРОУРОВНЕ .....</b> 45	
О левередже (кредитном плече). ....	51
<b>3. ОБ АНТИКРИЗИСНЫХ МЕРАХ.....</b> 81	
О новых подходах.....	83
Про промышленную политику.....	86
Немного об опыте Японии.....	91
Некоторые особенности проведения антикризисных мер .....	103
Монетизация экономики и капитализация российских банков .....	133
Формирование денежного предложения .....	155
<b>4. О ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКЕ.....</b> 174	
Политика валютного курса.....	177
О повышении роли рубля в условиях мировой финансовой нестабильности.....	198

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

<b>5. ФОНДОВЫЙ РЫНОК</b> . . . . .	215
Еще раз о прогнозах . . . . .	225
Растущая роль акций . . . . .	234
<b>6. О РЕФОРМАХ И ПЕРСПЕКТИВАХ</b> . . . . .	242
О новых и старых рисках доллара . . . . .	254
Новый взгляд на ФРС и ее будущую роль . . . . .	262
Еще раз о российских рисках . . . . .	272
<b>ВМЕСТО ПОСЛЕСЛОВИЯ (ИЛИ ЧТО НЕОБХОДИМО СДЕЛАТЬ)</b> . . . . .	275

## **Введение (от автора)**

---

**Кризис (др.-греч. κρίσις) —  
суд, решение, поворотный пункт**

В XXI в. мировая экономика начинает сталкиваться с качественно иной геоэкономической и geopolитической ситуацией в своей истории. Вслед за финансовым кризисом в США последовали кризисы в других странах. Все это вынудило развитые государства радикально пересмотреть методы регулирования, предоставляя масштабные меры помощи, а ситуация в целом заставила в принципе говорить о кризисе современной модели финансового капитализма.

Когда ситуация, казалось, начала постепенно нормализовываться, разразился кризис еврозоны, который также потребовал чрезвычайных мер поддержки со стороны государств. При этом были не только серьезно подорваны позиции самого евро, но и в принципе поставлена под сомнение эффективность важнейших механизмов европейской интеграции, что также сделало основы экономической системы более шаткими, одновременно усилив угрозу страновых дефолтов.

В условиях беспрецедентного за послевоенный период финансового кризиса формируется принципиально иная среда.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

На смену устойчивым точкам опоры мировых финанс и центрам финансовой стабильности приходят новые источники глобальных финансовых ресурсов и центры политico-экономического воздействия. Это ставит современный мир перед необходимостью формирования новых механизмов экономической архитектуры и новых правил игры, актуальность которых только обостряется с ростом кризисных тенденций в развитых странах.

Уже давно было очевидно, что те проблемы, которые накапливались в мировой валютно-финансовой сфере, неизбежно вызовут масштабные потрясения. В 2000 г. нами прогнозировалось, 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... предотвращения разрушительных последствий для мировой экономики в целом»<sup>1</sup>. Позднее мы указывали на то, что мировой валютной системе «предстоит пройти серьезные преобразования, чтобы вновь приобрести системную стабильность и избежать масштабного системного кризиса. Она должна учесть те реалии, которые возникают в условиях глобализации, связанные и с существенным увеличением трансграничных операций, и с переливом финансовых ресурсов, и с вовлеченностью в глобализационные процессы все большего числа стран»<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000. С. 45.

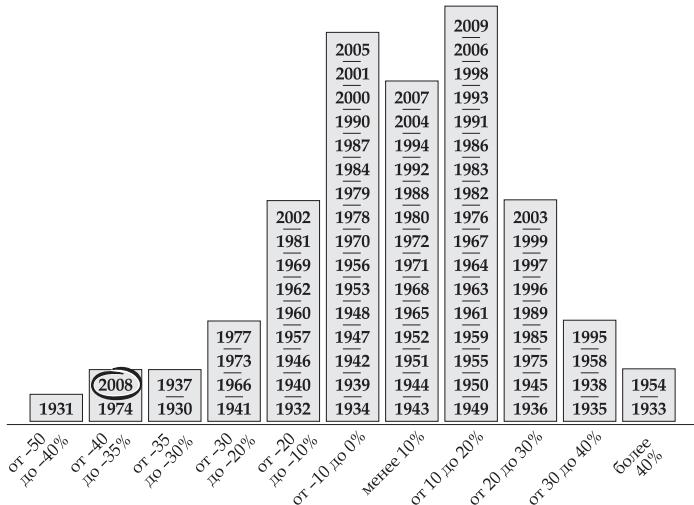
<sup>2</sup> Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005. С. 72–73.

## *Введение (от автора)*

«Мировая валютная система стоит перед реальной перспективой полномасштабного валютного кризиса» (М. Ершов, 2000).

«Мировой валютной системе предстоит пройти серьезные преобразования, чтобы избежать масштабного системного кризиса» (М. Ершов, 2005).

Очень вскоре — несколько лет спустя — в мировой экономике разразился глубокий финансовый кризис, который коснулся всех основных участников рынка, причем для некоторых из них он означал прекращение их дальнейшей деятельности. Глубина падения фондового рынка в таких странах, как США, была одной из самых значительных за всю историю наблюдений (рис. 1).



*Рис. 1. Динамика индекса Dow Jones в 1930—2009 гг.\**

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

Рассчитано по данным NYSE.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Очевидно, что те перекосы, которые устойчиво формировались в мировой экономике и проявлялись в постоянных дефицитах платежных балансов развитых стран, их бюджетов, сопутствующей им эмиссии национальных валют, не обеспеченной ни ростом ВВП, ни адекватными стабилизирующими механизмами (в том числе золото-валютными резервами), лишали мировую финансовую систему необходимых точек опоры. То, что даже в «старых» экономических условиях давало масштабные сбои (такие как дефолт 1971 г. США по их международным обязательствам, приведший к краху Бреттон-Вудской системы), в новых условиях, при глобальных финансовых рынках, при недостаточно четко выстроенной системе регулирования, которая не была готова к новым рискам, угроза масштабного кризиса становилась по-настоящему реальной, причем в своем худшем сценарии ситуация может иметь необратимый характер.

То, что даже в «старых» экономических условиях давало масштабные сбои (такие как дефолт 1971 г. США по их международным обязательствам, приведший к краху Бреттон-Вудской системы), в новых условиях, при глобальных финансовых рынках, при недостаточно четко выстроенной системе регулирования, которая не была готова к новым рискам, угроза масштабного кризиса становилась по-настоящему реальной, причем в своем худшем сценарии ситуация может иметь необратимый характер.

## *Введение (от автора)*

---

Кризис, который в итоге произошел, был столь масштабен, а меры регуляторов по стабилизации ситуации столь беспрецедентны, что все это позволило в принципе поставить под сомнение эффективность финансовой модели капитализма (в первую очередь, ее американской версии), ее самовыживаемость и 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.

Роль государства в экономике в результате существенно возросла, вновь заставив говорить о моделях госкапитализма в условиях глобальной экономики.

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 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.

В таких условиях возникает уникальная по историческим меркам ситуация, когда участники мировой эко-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

номики, и в первую очередь Россия, могут сформировать новые основы новой модели развития, которая отвечает их национальным интересам и может обеспечить устойчивое развитие в глобальной посткризисной среде.

Для нахождения взвешенных решений по столь сложной и актуальной проблеме необходимо представлять, что является основой наблюдаемых кризисных событий и **что ожидать в перспективе**.

Каковы причины, которые привели к кризису и обострили его течение?

Какие меры необходимы для предотвращения подобных событий в будущем?

Что необходимо России для упрочения своих позиций в неопределенной и одновременно высокодинамичной ситуации в мире с сохраняющимися в нем большими рисками?

Сколько высока вероятность нового витка кризиса и как уменьшить его воздействие на российскую экономику?

России необходимы нахождение и четкое, сбалансированное использование рычагов и механизмов, которые позволяют ей эффективно развиваться в посткризисном мире. Сохраняя общий курс по дальнейшей интеграции ее экономики в мировое хозяйство, одновременно следует иметь в виду более емкие задачи, предполагающие укрепление позиций страны в качестве серьезного суверенного участника мировой экономики. Очевидно, успешное решение данной проблемы определит характер развития России на многие десятилетия.

## *Введение (от автора)*

---

Данная книга предлагает ряд подходов, которые следовало бы учитывать при решении столь сложных и масштабных задач.

Автор основывает свои выводы на 20-летнем опыте практической работы в финансовой сфере, участия в международных переговорах, официальных встречах, многочисленных обсуждениях указанных проблем со многими ведущими российскими и международными экономистами, банкирами, учеными и политиками.

Предлагаемая работа обобщает некоторые из выводов, сделанных автором в ранее опубликованных им книгах — «Валюты в мировой торговле» (М.: Наука, 1992, 145 с.), «Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х» (М.: Экономика, 2000, 319 с.), «Экономический суверенитет России в глобальной экономике» (М.: Экономика, 2005, 280 с.)<sup>3</sup>.

Ряд прогнозов, сделанных в этих книгах относительно перспектив валютного и фондового рынков, тенденций валютных курсов, тенденций в банковской системе, оказались верными. В данной работе мы рассмотрим, каковы были главные причины наступления таких событий и предложим ряд новых оценок развития ситуации в будущем.

Основное внимание будет уделено рассмотрению тех подходов, которые необходимы России в будущем для того, чтобы упрочить свои экономические позиции в мире в условиях, когда международная экономика восстанавливается после масштабного кризиса и когда воз-

---

<sup>3</sup> Подробнее см. [www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

никают новые риски, которые сами также могут иметь разрушительный характер<sup>4</sup>.

Основные подходы автора изложены также на его сайте в Интернете по адресу: [www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)

*Автор выражает признательность к.э.н. А.С. Танасовой за помощь в обработке рукописи.*

---

<sup>4</sup> В данной работе автор выражает свое личное мнение, которое не может отождествляться с мнением организации, которую он представляет.

# 1

---

## Мировой финансовый кризис 2007 г.

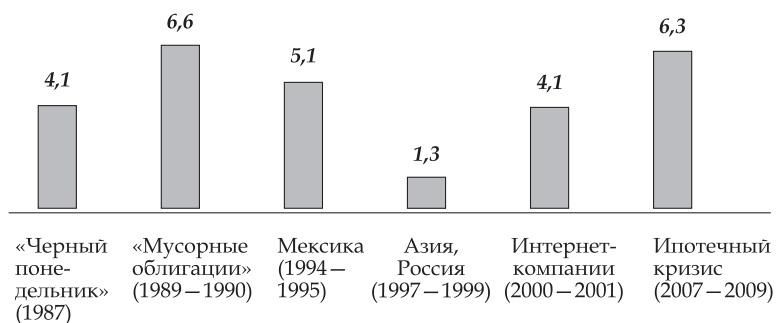
В сентябре 2009 г. исполнился год с того момента, как было объявлено о банкротстве американского банка Lehman Brothers. В условиях роста глобальных дисбалансов и перекосов, которые накопились в мировой экономике, это событие явилось своего рода «спусковым крючком», давшим начало масштабной системной коррекции рынков, принципиальным изменениям регулирующих подходов, пересмотру ряда основ современной рыночной архитектуры и самой идеологии рынка.

Данный кризис являлся одним из самых острых и затяжных в новейшей истории (рис. 1.1).

Потери, которые накопились в результате его развития, также превосходят потери многих послевоенных кризисов (рис. 1.2).

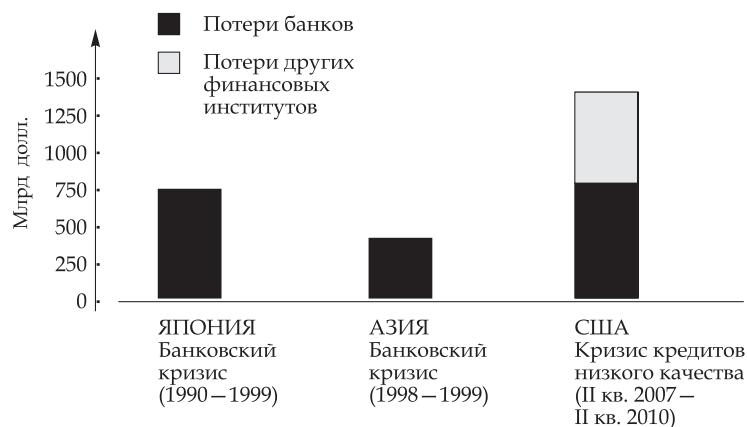
События, которые были охарактеризованы председателем ФРС А. Гринспеном как «кредитное цунами, происходящее раз в столетие», являются собой уникальный в

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 1.1. Продолжительность кризисов (количество кварталов)*

Источники: Global Europe Anticipation Bulletin, Morgan Stanley, NBER, 2008, 2010.



*Рис. 1.2. Потери от финансовых кризисов (млрд долл.)*

\* Все данные в реальных ценах 2007 г. Потери нефинансовых институтов приведены по данным МВФ, опубликованным в октябре 2008 г., банков — по данным, опубликованным в октябре 2010 г.

Источники: IMF, 2008, 2010.

наблюдаемой новейшей истории пример проявления целого ряда факторов, которые стали возможны в условиях глобализации и дерегулирования.

### **Некоторые предпосылки кризиса**

Как любое сложное и масштабное явление данный кризис — понятие многомерное. И были конкретные обстоятельства, которые спровоцировали его развертывание именно в то время, когда он случился. Однако его острота и степень охвата определялись гораздо более глубинными причинами.

### *Краткое резюме*

Важный, но не решающий фактор, который способствовал развертыванию кризиса и углубил спад, — это ситуация на ипотечном рынке, в первую очередь США, быстрый рост которого опирался на активную государственную поддержку. Причем это происходило при сохранении процентных ставок на низком уровне в течение длительного периода, что еще больше стимулировало рост рынка. Требования к выдаваемым ипотечным кредитам резко снизились, создав большой объем субстандартных кредитов низкого качества (*sub-prime*), увеличив тем самым риск неплатежей. При этом на финансовом рынке в целом отмечался бурный рост производных инструментов, которые часто одновременно включали в себя бумаги разного качества и которым в целом

присваивался рейтинг более высокого уровня, чем реальное качество входящих в него компонентов. Важно, что этот рынок был фактически выведен из-под необходимого для него четкого контроля. Более того, были предприняты действия заинтересованных лоббирующих структур и регуляторов в целом, которые вели к дерегулированию важных сегментов рынка, снижая требования к участникам и облегчая формирование прибыли. Как следствие возникла целая система институтов, работавших с указанными инструментами (получившая условное название «теневой банковской системы» — shadow banking system), масштабы которой были сопоставимы с банковской системой, при том что уровень их регулирования был значительно мягче, а потенциал воздействия на рынок — крайне высок. Возникшие в результате перекосы в балансах таких институтов привели к недостаточному уровню капитала, необходимого для поддержания соответствующих объемов активов, создав риск кризисного сжатия ликвидности, своего рода «кредитного демультипликатора» (deleverage) и обострив тем самым угрозу кризисного сокращения финансовых операций и всей финансовой системы, что в итоге и произошло. Левередж в финансовой сфере сопровождался ростом долга домашних хозяйств и госсектора ведущих стран, что делало ситуацию в целом «фундаментально хрупкой». Наконец, важнейшим фактором, усиливающим кризис и сделавшим более благоприятной среду для его развития, стали глобализацион-

ные процессы, при которых интенсивно росли трансграничные операции, движение капиталов, увеличивалась зависимость экономик друг от друга. Эти процессы имели усиливающийся эффект в условиях глобальных дисбалансов. При этом ресурсы перетекали из тех стран, где отмечались положительное сальдо бюджета, платежного баланса и высокий уровень сбережений, в государства с дефицитами и высоким уровнем потребления. Как следствие, это оказало понижательное давление на и без того низкий уровень процентных ставок, уменьшило доходность на финансовых рынках, вынуждая их участников к поиску более доходных и одновременно более рискованных инструментов и стимулируя расширение балансов финансовых институтов, часто с невысоким качеством активов и нестабильными источниками финансирования (пассивов). Та среда, которая в результате сформировалась, причем во всем ее диапазоне — от микроуровня, состояния балансов, бизнес-стратегий до макропоказателей — трансграничной зависимости и глобальных дисбалансов, — была благоприятной почвой, которая усилила общий негативный эффект и сделала возможным самый крупный финансовый кризис в послевоенной истории.

При этом очевидно, что основными причинами кризиса были не текущие, пусть и значительные, ипотечные проблемы, а накапливающиеся системные дисбалансы в глобальной экономике и быстрый рост качественно нового сегмента финансово-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

го рынка — производных инструментов при его неадекватном регулировании.

При такой неустойчивой системе ипотечные проблемы лишь способствовали выходу всех накопившихся перекосов наружу и дали импульс к развитию кризиса.

Основными причинами кризиса были не текущие (пусть и значительные) ипотечные проблемы, а накапливающиеся системные дисбалансы в глобальной экономике и быстрый рост качественно нового сегмента финансового рынка — производных инструментов при его неадекватном регулировании.

В ноябре 1999 г. вышел доклад Рабочей группы по финансовым рынкам при президенте США, посвященный развитию деривативов. Предваряя документ, министр финансов США Саммерс, глава ФРС Гринспен, а также руководители комиссии по ценным бумагам и комиссии по торговле товарными фьючерсами указывали на приоритеты документа, направленные на поддержку инноваций на рынке деривативов<sup>1</sup>. В тот же период был отменен принятый еще во времена Великой Депрессии закон Гласса-Стигала, который проводил границу между деятельностью инвестиционных и коммерческих банков, более жестко регулируя их деятельность. На смену ему пришел закон Грэмма-Лича-Брай-

---

<sup>1</sup> Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act. Report of the President's Working Group on Financial Markets. November, 1999.

ли, который отменял многие из действовавших ограничений, существенно либерализовав работу на финансом рынке<sup>2</sup>.

Все это создало крайне благоприятные условия для роста производных инструментов (рис. 1.3). Масштабы, которых достиг этот рынок в преддверии кризиса, более чем в 10 раз превышали объем мирового ВВП<sup>3</sup>.



*Рис. 1.3. Объемы рынка деривативов\* (трлн долл.)*

\* Без товарных деривативов.

Источник: BIS.

Выдаваемые ипотечные кредиты, как правило, формировались в пулы, которые часто не оставались на балансах выдавших их банков, а передавались (продавались) в специально созданные структуры — SPV (special

<sup>2</sup> Многие из попыток регуляторов поставить финансовую сферу под более жесткий контроль наталкивались на мощное лоббирование банков, блокирующих такие законы. Например, см.: A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis. Igan D., Mishra P., Tressel T. 10Th Jacques Polak Annual Research Conference, November 5–6, 2009.

<sup>3</sup> The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System. Farhi M., Cintra M.A.M. Revue de la regulation, № 5, 2009.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

purpose vehicle). Там в свою очередь они группировались в новые пулы, которые являлись обеспечением новых эмиссий уже со стороны SPV. Как правило, выпускались инструменты, которые получили условное название «бумаг, обеспеченных активами» — asset-backed securities (ABS). В последующем были возможны перегруппировки ABS и на их основе осуществление новых эмиссий новых бумаг. Причем для улучшения качества новой бумаги плохие по своему рейтингу инструменты, которые использовались в ее обеспечении, часто группировались с бумагами более хорошего уровня и на основе нового портфеля выпускались новые инструменты, которые при правильной группировке активов, как правило, повышали итоговый рейтинг производного инструмента, иногда доводя его до высокого уровня качества — AAA (рис. 1.4). Вновь выпущенные в результате производные бумаги могли затем вновь сгруппировываться в новые пакеты для эмис-

Активы	Обязательства
Ипотечные кредиты	AAA senior bonds 92% AA bonds 3% Mezzanine BBB bonds 4% Residual tranche 1%

платежи

*Рис. 1.4. Структура баланса ипотечных облигаций  
(Balance sheet of MBS)*

Источник: FCIC, April 2010.

сии новых деривативов<sup>4</sup>. Такие операции могли воспроизводиться многократно.

В принципе это делалось для вовлечения большего числа бумаг в оборот с целью одновременного распыления рисков и увеличения объемов торгов. При этом, однако, резко усложнялось понимание того, каковы реальные держатели бумаг, какова степень концентрации рисков и каков их общий объем. Более того, степень взаимопереплетения становилась крайне высокой, делая держателей бумаг зависимыми от состояния эмитентов всех уровней вовлеченности на всех этажах формирования данного производного инструмента. В результате, вместо того чтобы снизить риски, использование деривативов в конечном итоге способствовало их увеличению.

Вместо того чтобы снизить риски, использование деривативов в конечном итоге способствовало их увеличению.

Также из-за большого числа промежуточных звеньев становилось абсолютно непонятным, откуда и кем может быть оказано негативное воздействие. Эти риски даже признавали представители ведущих банков, которые в итоге от них и пострадали. «В то время как многие из таких сложных инструментов были созданы для того, чтобы распределить риск между участниками, они часто имели обратный результат и затрудняли понима-

---

<sup>4</sup> В определенных случаях такие бумаги (ABS, CDO и др.) могли вновь помещаться на баланс для последующего использования в качестве залогов при привлечении средств.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

ние того, где и в какой степени был риск сконцентрирован», — подчеркивалось, в частности, главой инвестиционного банка Morgan Stanley на слушаниях о причинах кризиса<sup>5</sup>.

При том что значительная часть деривативов приходится на процентные и курсовые инструменты, уменьшающие риски финансового рынка (эти инструменты часто были связаны с ипотечными процессами), к середине 2000-х годов отмечался устойчивый рост собственно ипотечных инструментов, которые были важным фактором расширения рынка жилья.

### **Об ипотеке в преддверии кризиса**

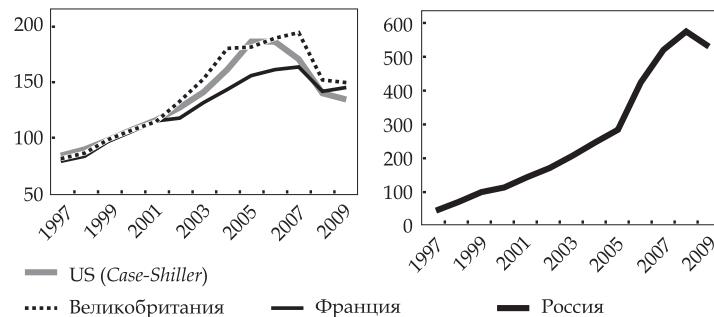
Было бы неверным утверждать, что исключительно ипотечный рынок США претерпел сначала подъем, а затем спад и что это явилось главной причиной кризиса. Это явление было характерно для многих рынков ведущих стран (рис 1.5).

Очевидно, что отмечавшийся рост стоимости активов вызывал вслед за собой рост обслуживающих его инструментов, что в свою очередь ускоряло и динамику ипотеки. Причем на данном рынке отмечались объемные использований как ипотечных бумаг в целом, так и их производных инструментов. Наряду с ипотечными кредитами это обусловило быстрый рост самого ипотечного рынка США (рис. 1.6–1.7).

---

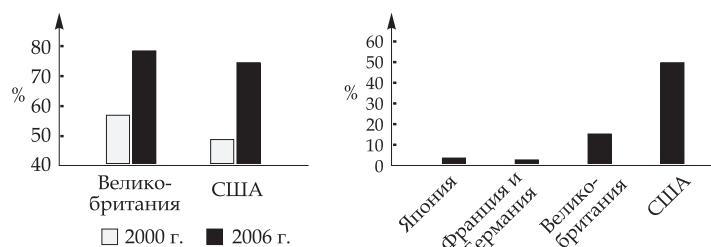
<sup>5</sup> Hearings in Financial Crisis Inquiry Commission. January 2010. Mack JJ. Written submission of Morgan Stanley to the FCIC. P. 15.

### *Мировой финансовый кризис 2007 г.*



*Рис. 1.5. Индексы реальных цен на жилье в США, Великобритании, Франции и России (1999 г. = 100)*

Источник: национальная статистика, S&P.



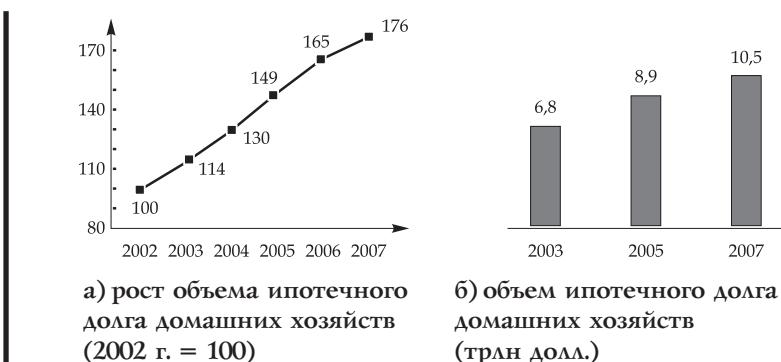
*Рис. 1.6. Задолженность по ипотеке (% к ВВП)*

Источник: BIS, May 2009.

*Рис. 1.7. Бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (2006 г., % к ВВП)*

Отмечавшееся снижение процентных ставок и облегчение условий кредитования привели к быстрому росту ипотечной задолженности американских домашних хозяйств. Ее общий объем вырос за

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 1.8. Динамика ипотечного долга в США*

Построено по данным FRS.

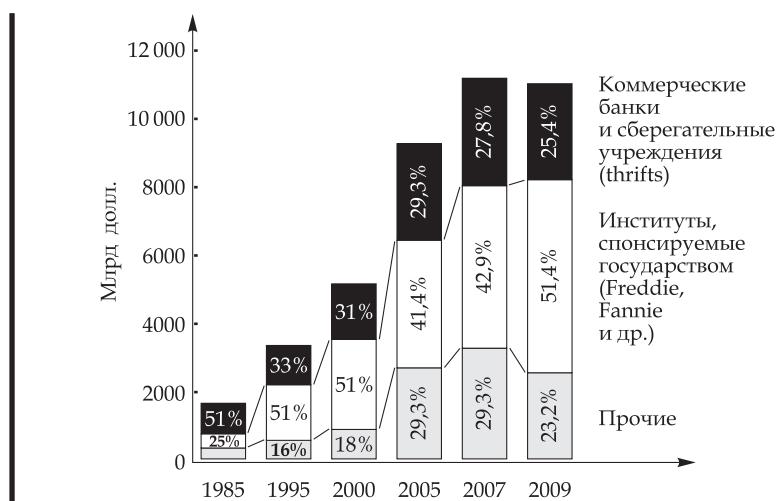
5 лет, предшествовавшие кризису, более чем на 60% и достиг к апрелю 2007 г. почти 10 трлн долл. (75% ВВП).

Основным источником предоставляемых ипотечных кредитов в США были специализированные агентства (Fannie Mae, Freddie Mac), хотя на коммерческие банки и на прочих участников финансового рынка также приходилась почти половина общего объема выданных средств.

Одновременно происходила и диверсификация различных инструментов при росте объемов эмиссии. Наиболее масштабно эти процессы отмечались на одном из самых емких рынков — американском.

При этом ценные бумаги, обеспеченные долгами более низкого качества (sub-prime debt), росли опережающими темпами (их доля в общем объеме ипотечных бумаг выросла с 6% в 2001 г. до почти

*Мировой финансовый кризис 2007 г.*



*Рис. 1.9. Ипотечные кредиты: структура по владельцам\* (млрд долл., %)*

\* Данные по состоянию за IV кв. каждого года, в 2009 г. — за III кв.

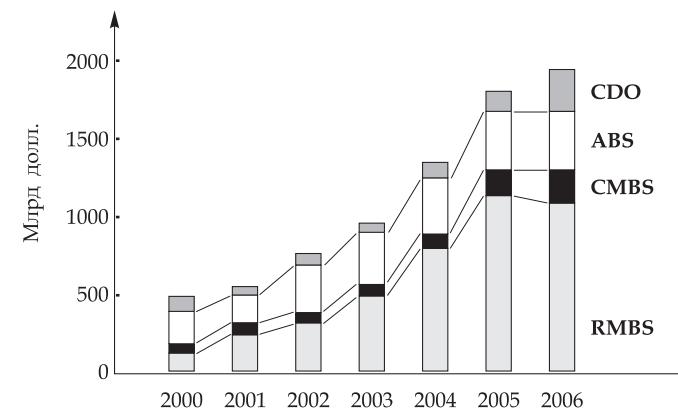
*Источник:* Sheila C. Blair on The Causes and Current State of the Financial Crisis before the Financial Crisis Inquiry Commission, January 2010.

15% в 2006 г., а общая сумма в начале 2007 г. превысила 800 млрд долл.

Первоначально низкие требования к заемщикам не представлялись большой проблемой, так как значительная часть выдаваемых кредитов гарантировалась на федеральном уровне, но затем, начиная с 2004 г., объемы гарантий резко сократились (рис. 1.12).

Сами выданные ипотечные кредиты в США и в ряде других стран имели высокий показатель кре-

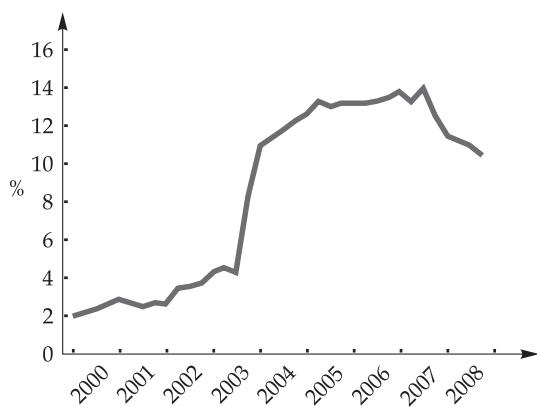
*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 1.10. США: выпуск облигаций\* (млрд долл.)*

\* CDO — collateralized debt obligations, ABS — asset-backed securities, CMBS — commercial mortgage-backed securities, RMBS — residential mortgage-backed securities.

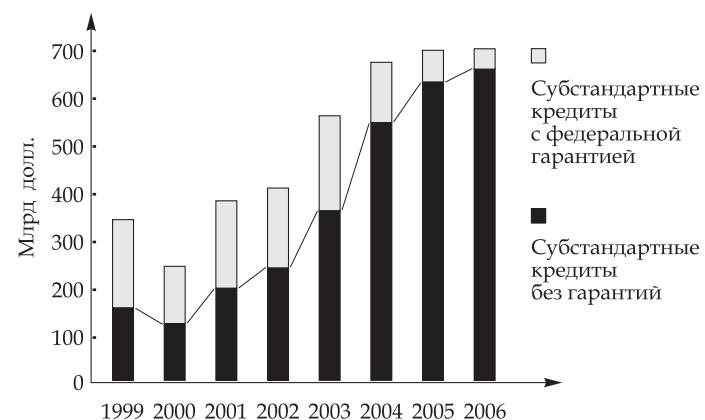
*Источник:* Written testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, Jan. 13, 2010.



*Рис. 1.11. США: доля ипотечных кредитов качества subprime в общем объеме ипотечных кредитов (%)*

*Источник:* Exhibits Hearing on WS and the Financial Crisis: the role of investment banks. April 2010.

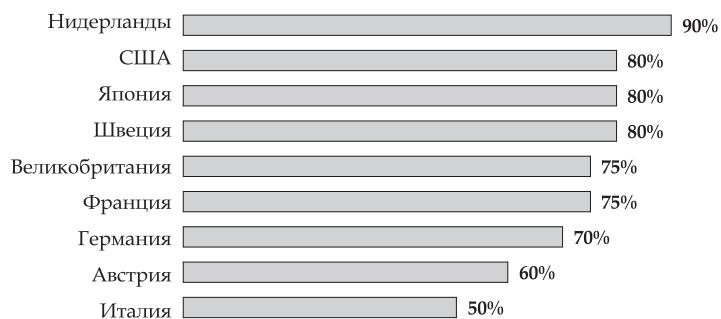
*Мировой финансовый кризис 2007 г.*



*Рис. 1.12. США: рынок субстандартных кредитов (млрд долл.)*

Построено по данным Mortgage Finance.

диты/залог (LTV — loan-to-value), часто достигающий 75–80% (рис. 1.13). Можно было естественно предположить, что любое существенное снижение стоимости жилья обострит проблему обеспечения



*Рис. 1.13. Обеспеченность жилищных кредитов залогом (LTV, %)*

Источник: IMF, April 2008.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

выданных кредитов, сделав их условия более жесткими. Это могло увеличить возможность дефолта — со всеми последствиями — как на корпоративном, так и на потребительском уровне — с точки зрения новых списаний и сокращения потребительского спроса. Это в итоге произошло, создав серьезные долгосрочные проблемы на ипотечном рынке. Даже когда острота кризиса несколько спала, по оценкам М. Фельдстайна (который был претендентом на пост главы ФРС наряду с кандидатурой Б. Бернанке), около трети всех домов, обремененных ипотекой, имеют размер долга, который превышает стоимость залога (дома). При этом в половине случаев соотношение кредиты/залог превышает 130%<sup>6</sup>, что создает серьезные предпосылки для новых всплесков кризиса в будущем, особенно если ипотечные цены будут снижаться.

Ситуация осложнялась и тем, что кредиты часто выдавались из расчета роста в будущем цен на недвижимость, поэтому средства давались «на опережение» (когда размеры выдаваемых кредитов были недостаточно обеспечены залогами), и, в результате, объемы кредитов стали отрываться от фактической стоимости залога. Если бы прогнозы роста осуществились и стоимость жилья выросла бы в соответствии с ожиданиями, то объем залогов пришел бы в соответствие с объемом выданных кредитов и это позволило бы рефинансировать долг, причем в отдельных случаях, даже переводя его в более высокий

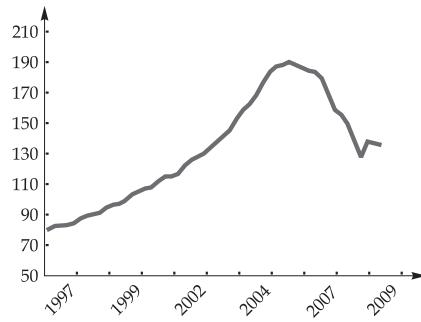
---

<sup>6</sup> WSJ, August 7, 2009.

кую категорию (prime), по которой можно получать более дешевое рефинансирование. В ожидании удешевления ресурсов кредиты также часто брались по плавающим ставкам.

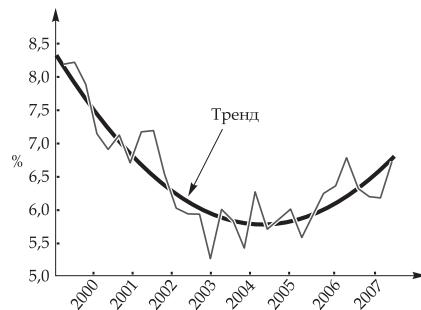
Однако когда процентные ставки стали повышаться, а стоимость жилья наоборот снижаться, то в результате возникла проблема с погашением взятых кредитов (рис. 1.15).

Только за 1 год — с I кв. 2007 г. до I кв. 2008 г. — индекс S&P/Case Shiller, характеризующий жилищный рынок в США, показал самое большое снижение за 20 лет, составив-



*Рис. 1.14. Индекс стоимости жилья в США (S&P/Case-Shiller)*

Источник: S&P.

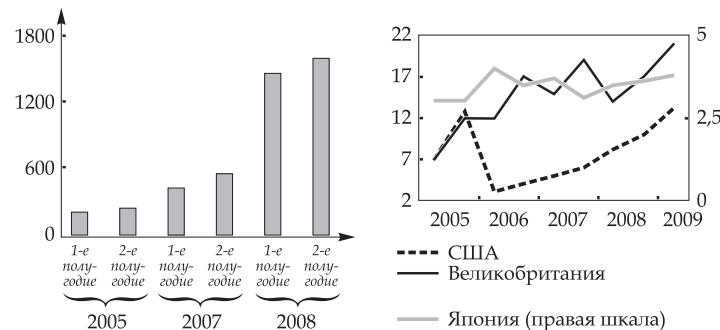


*Рис. 1.15. США: долгосрочные ставки (30 лет) по ипотечным кредитам в 2000–2007 гг.\* (%)*

\* 2007 г. — первая половина.

Построено по mortgage-x.com.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 1.16. США: количество просроченных ипотечных кредитов (просрочка 90 дней и более, тыс.)*

*Источник:* Zandi M. Written testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, Jan. 13, 2010.

*Рис. 1.17. Число банкротств\* (тыс.)*

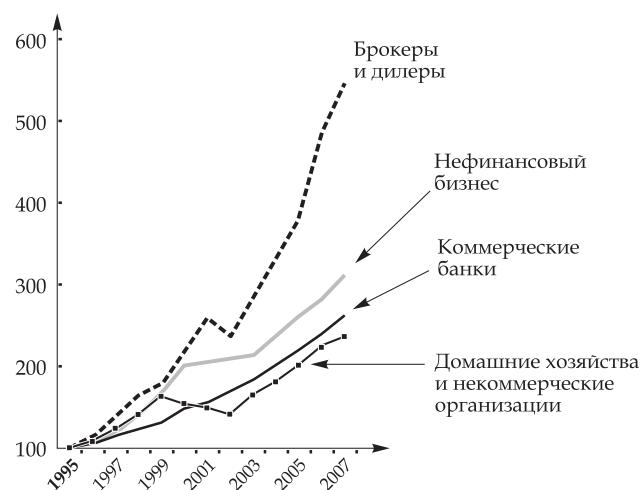
\* В соответствии с различными видами бумаг (процедур), обосновывающих банкротство (США — business bankruptc filings; Великобритания — bankruptc orders; Япония — business failures).

*Источник:* BIS, 2009.

шее почти 15%, что естественно обострило проблему неплатежей и банкротств.

Как следствие, усилилось взаимное недоверие участников рынка, нарушилась нормальная кредитная деятельность. В условиях, когда экономическая среда была податлива к распространению кризиса, указанные тенденции на ипотечном рынке явились толчком к его дальнейшему развитию.

Вернемся, однако, к рассмотрению той общей среды, в которой развивался кризис. Рост производных инструментов сопровождался быстрым ростом этого рынка и ростом тех компаний, которые были связаны с такими операциями, значительно опережая при этом рост активов традиционной банковской системы и домашних хозяйств (рис. 1.18).



*Рис. 1.18. Рост финансовых активов в США  
(1995 г. = 100)*

Рассчитано по данным US Fed, Flow of Funds за соответствующие годы.

Более легкое регулирование, чем у традиционных коммерческих банков, позволяло финансовым компаниям, инвестиционным фондам, фондам денежного рынка осуществлять финансовое посредничество с меньшими издержками, чем традиционная коммерческая банковская система. Операции, обеспечивающие кругооборот финансовых ресурсов между населением и

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

бизнесом как источниками средств с одной стороны, и доведение этих средств до их конечных получателей — заемщиков и инвесторов с другой стороны, стали в результате все более перетекать в эту «параллельную» банковскую систему, которая получила название «теневой банковской системы».

Причем, если еще в 1980-е годы на традиционную банковскую систему приходилось около 70% активов всего финансового сектора, то к 2000-м годам их доля сократилась до менее 50%, при том что значение других финансовых институтов существенно возросло (рис. 1.19–1.20).

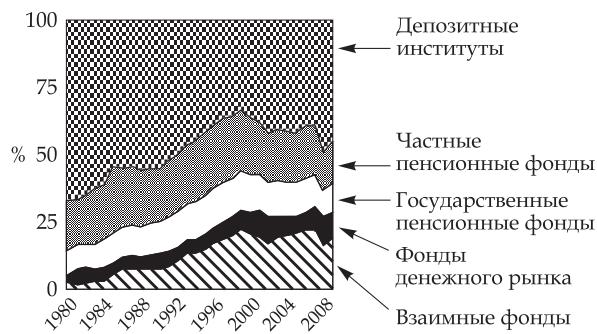


*Рис. 1.19. США: активы ряда финансовых институтов (трлн долл.)*

Источник: FCIC, May, 2010.

При этом появление новых игроков и активное использование новых инструментов на рынке уже происходили в условиях глобальной экономики при значительном расширении межстрановых связей и взаимозависимостей, что имело усиливающий транснациональный аспект.

### *Мировой финансовый кризис 2007 г.*

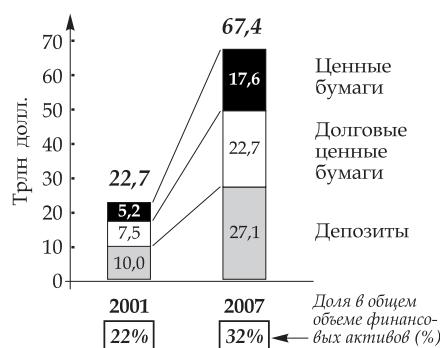


*Рис. 1.20. США: активы ряда финансовых институтов (%)*

Источник: US Fed, Flow of Funds за соответствующие годы.

### **Об интернационализации**

В преддверии кризиса доля иностранного владения финансовых активов мира приблизилась к 70 трлн долл. (или свыше 30% общего объема активов) (рис. 1.21).

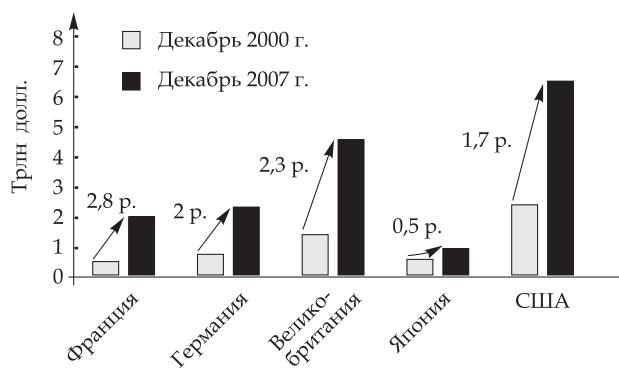


*Рис. 1.21. Глобальная структура финансовых активов, принадлежащих иностранцам (оценка, трлн долл.)*

Источник: World Economic Forum, The Future of the Global Financial System. 2009.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

Одновременно устойчиво росли трансграничные операции глобальных банков, что влекло за собой увеличение объема их требований к участникам из других стран, повышая тем самым их зависимость друг от друга (рис. 1.22).



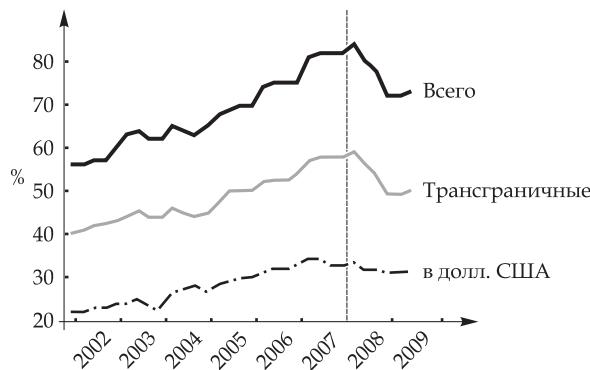
*Рис. 1.22. Требования банков к остальному миру (трлн долл.)*

Рассчитано по данным BIS.

В своем суммарном объеме требования к иностранным участникам выросли от уровня ниже 60% мирового ВВП в начале 2000-х годов до более чем 80% мирового ВВП к 2008 г. (рис. 1.23).

При анализе каналов распространения кризиса в глобальной среде важно учитывать, что эпицентром его была американская экономика. Как следствие, необходимо принимать во внимание степень зависимости других стран от американского финансового рынка и финансовых инструментов в целом, а также объемы требований иностранных участников в отношении американской экономики.

### *Мировой финансовый кризис 2007 г.*



*Рис. 1.23. Иностранные трансграничные требования  
(% к мировому ВВП)*

Источник: BIS, March 2010.

С точки зрения структуры портфеля обязательств, иностранные участники достаточно интенсивно покупали корпоративные инструменты и бумаги агентств (объемы этих портфелей превышали 4 трлн долл.). Объемы американских ABS у иностранных держателей превышали 2,5 трлн долл., что, по оценкам ФРС США, составляло около 60% их общего объема и более 15% всех иностранных требований к США<sup>7</sup>.

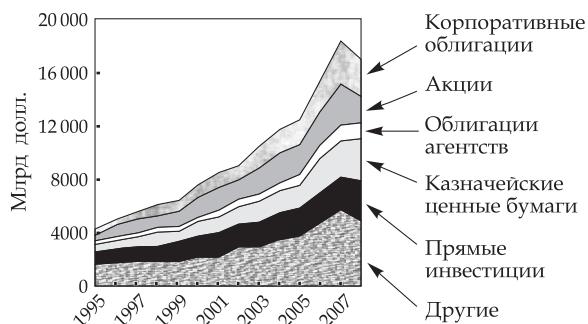
Очевидно, такая ситуация во многом сделала более быстрым ход распространения кризиса в мире.

В выводах G-20, сделанных в период кризиса, говорилось, что «издержки финансовой либерализации и глобальной интеграции заключаются в более широком распространении шоков, при том что последствия могут быть более серьезными»<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> FRS, January 2010.

<sup>8</sup> G-20 Study Group on Global credit Market Disruptions, Paper Prepared by Australia, 30 October 2008. P. 42.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 1.24. Структура внешней задолженности США (млрд долл.)*

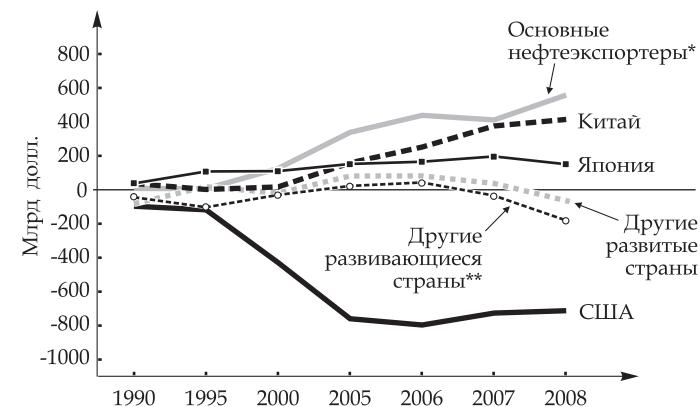
Источник: US Fed, Jan. 2010.

## **Глобальные дисбалансы**

Благоприятную среду для формирования предкризисной обстановки создавало также наличие ситуации, которую можно назвать «глобальные дисбалансы», которые существуют в мире в течение длительного периода времени. Мы хорошо помним отдельные элементы этой ситуации в США еще периода 1980-х годов, которые получили название «двойных дефицитов» — «twin deficits» и показывали наличие дефицитов бюджета и торгового (платежного) баланса. В целом тенденции в последнее десятилетие развиваются достаточно предсказуемо, и ряд стран показывает устойчивый профицит, тогда как США и в отдельные периоды Япония и Западная Европа имеют отрицательное сальдо текущего счета (рис. 1.25).

Одновременно с этим у большинства развитых стран отмечается дефицит бюджета, что еще больше обостряет проблему финансирования дефицитов.

### *Мировой финансовый кризис 2007 г.*



*Рис. 1.25. Дефицит счета текущих операций (млрд долл.)*

\* Алжир, Иран, Кувейт, Мексика, Нигерия, Норвегия, Россия, С.Аравия, ОАЭ, Венесуэла.

\*\* Включая НИС.

Источник: IMF, Bank of England.

Существование дефицитов в одних странах и профицитов в других развивалось во взаимосвязи с избытком потребления над сбережениями или сбережений над потреблением (табл. 1.1).

Как следствие, в ряде стран сложился избыток свободных финансовых ресурсов, в то время как другие государства должны были изыскивать пути привлечения средств, необходимых для финансирования их дефицитов (рис. 1.26).

Россия находится в числе стран, где уровень сбережений выше, чем уровень накоплений, что потенциально делает ее источником финансовых ресурсов для дефицитных стран: мы знаем, что на практике часть наших финансовых ресурсов (находящихся как в специализи-

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

**ТАБЛИЦА 1.1**  
**ВАЛОВЫЕ СБЕРЕЖЕНИЯ И ИНВЕСТИЦИИ**  
(% к ВВП)

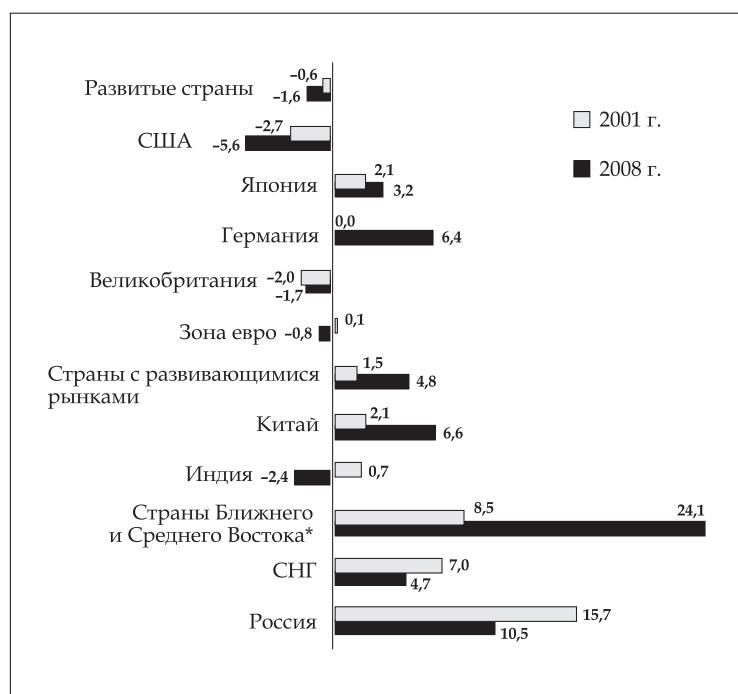
	Сбережения		Инвестиции	
	2001 г.	2008 г.	2001 г.	2008 г.
Развитые страны	20,0	18,8	20,6	20,4
США	16,4	11,9	19,1	17,5
Великобритания	15,4	15,1	17,4	16,8
Япония	26,9	26,7	24,8	23,5
Германия	19,5	25,7	19,5	19,3
Развивающиеся страны	26,6	36,6	25,1	31,8
Китай	38,4	49,2	36,3	42,6
Индия	23,5	32,5	22,8	34,9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

*Источник:* BIS, 2009.

рованных фондах — стабилизационном и др., — так и в золотовалютных резервах) вкладывалась в казначейские облигации США и инструменты других стран, способствуя финансированию их дефицитов (рис. 1.27).

Основным должником, как известно, являются США, что делает для них решение проблемы финансирования крайне актуальным. Притекающие в этой связи ресурсы из государств с избытком накопления среди прочего оказывают понижательное воздействие на процентные ставки (которые, как мы помним, в целом остаются в США на достаточно низком уровне в течение уже ряда лет). Это уменьшает доходность операций для участников фи-

*Мировой финансовый кризис 2007 г.*



*Рис. 1.26. Разница между сбережениями и инвестициями (% к ВВП)*

\* Иран, Кувейт, Ливия, Оман, Катар, С. Аравия, Йемен.

Построено по данным BIS, 2009.

нансового рынка, которые вынуждены, во-первых, обращать внимание на более рискованные и, как следствие, более доходные инструменты, а во-вторых, использовать рычаги, неоправданно раздувающие их балансы, что увеличивает кредитное плечо (leverage), делая их менее устойчивыми и увеличивая риск сжатия в целом.

Важно иметь в виду также то обстоятельство, что левередж финансового сектора отмечается наряду с мас-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 1.27. Распределение валютных активов Банка России по инструментам и по странам (на 31.03.2010, %)*

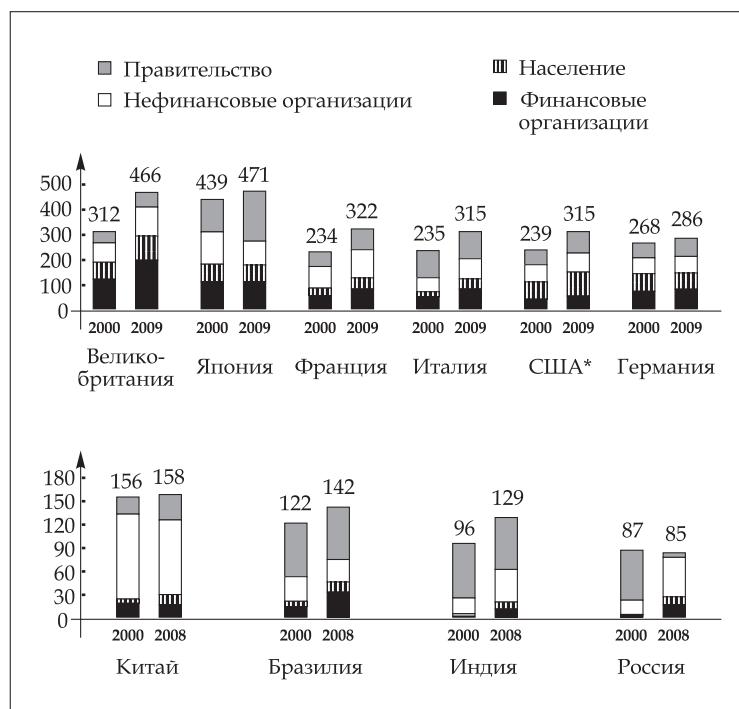
Источник: ЦБ РФ, 2010.

штабным размером долга государственного и частного секторов. Причем его размер существенно возрос в 2000-е годы (рис. 1.28).

Следует учитывать, что проблемы раздувания балансов, равно как и в принципе неправильное поведение на рынке, были важными причинами, обострившими кризис. В целом, согласно официальным заключениям, «субъективный фактор» сыграл важную роль в кризисе. По оценкам FCIC, «финансового кризиса можно было избежать. Кризис был результатом действия так же как и бездействия людей»<sup>9</sup>. Субъективные проблемы усилили эффект действия объективных причин, которые по-прежнему не только не решены, но попытки смягчить их остроту привели к формированию новых дополнительных рисков. Это делает ситуацию крайне

<sup>9</sup> Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the US. Jan. 2011.

*Мировой финансовый кризис 2007 г.*



*Рис. 1.28. Отношение долга к ВВП (%)*

\* Без учета ABS. С учетом ABS отношение общего долга к ВВП в 2009 г. составит 350–360%.

Рассчитано по данным ЦБ РФ, Минфина, Федерального казначейства России, Росстата; Haver Analytics; McKinsey Global Institute.

неустойчивой как в долгосрочном, так и в краткосрочном плане, сохраняя риск новых обострений в будущем.

Уменьшение кредитного плеча финансовых институтов чревато рисками обрушения их балансов и экономического спада.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Уменьшение кредитного плеча финансовых институтов чревато рисками обрушения их балансов и экономического спада.

Существует также большая вероятность того, что с учетом масштаба проблем решение вопроса о сокращении кредитного плеча у частного сектора неизбежно будет происходить **за счет увеличения долговой нагрузки государства**. Другими словами, частный долг может трансформироваться в публичный долг (величина которого и так крайне высока), что будет сохранять остроту долговых проблем для мировой экономики, превращая эти проблемы в долгосрочный источник кризисных рисков.

Частный долг может трансформироваться в публичный долг (величина которого и так крайне высока), что будет сохранять остроту долговых проблем для мировой экономики, превращая эти проблемы в долгосрочный источник кризисных рисков.

## 2

---

### **Какие угрозы были в балансах банков и как развивался кризис на микроуровне**

Первые настораживающие случаи, которые говорили о накапливающихся рисках, можно было отметить еще летом 2007 г., когда крупные «субстандартные кредиторы» New Century и NovaStar объявили о своих проблемах. Затем возникли сложности с английским банком Northern Rock, что потребовало мер по его фактической национализации. Однако это были скорее разовые случаи.

Год спустя кризисные проблемы приобрели уже системный характер. Летом 2008 г. акции американских ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac, которые являются основой ипотечного рынка США, только за несколько дней продемонстрировали снижение более чем на 30%. Учитывая, что на эти структуры (а они поддерживаются государством) приходится около 5 трлн

### *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

долл. ипотечных кредитов — т.е. почти 50% всего ипотечного рынка США, — сразу же был поставлен вопрос об оказании им чрезвычайных мер помощи. Поскольку падение продолжилось и дальше, в сентябре Минфин США и ФРС выступили с программой мер по установлению госконтроля над этими агентствами. Это вызвало их дальнейшее падение — на более чем 80%.

Следом за американским инвестиционным банком Bear Stearns, который не смог выйти из кризисного положения и был куплен крупным банком JPMorgan Chase при содействии ФРС США, начались масштабные проблемы у другого крупного американского банка Lehman Brothers, чьи акции за один день снизились почти на 50%, вынудив банк заявить себя в итоге банкротом. Также в сентябре объявил о своем кризисном положении один из крупнейших американских инвестбанков Merrill Lynch, что в итоге привело к его покупке со стороны Bank of America.

Проблема перекинулась на страховую сферу — перед масштабными проблемами всталась 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 акций компании, которые на следующий день упали почти на 70%. Учитывая, что кредит был выдан под обеспечение почти 80% акций компании, речь фактически идет о переходе компании в государственную собственность.

В продолжение этого этапа кризиса два оставшихся инвестиционных банка — Morgan Stanley и Goldman Sachs — перешли под регулирование ФРС как банков-

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

ские холдинговые компании, фактически утратив статус инвестиционных банков (о чем было объявлено 22 сентября 2008 г.). Ожидается, что это расширит их возможности по привлечению дополнительных ресурсов, в том числе через получение доступа к инструментам ликвидности ФРС («дисконтное окно» и др.), а также позволит более широко работать со средствами физических лиц (хотя некоторый объем депозитных операций осуществлялся и до указанных мер).

Это означало, что система инвестбанков США прекратила существование в своем прежнем виде.

Система инвестбанков США прекратила существование в своем прежнем виде.

При этом, однако, одновременно не исключена возможность формирования **нового очага рисков**, когда финансовая система США фактически вновь реанимирует архитектуру, которая существовала до Великой Депрессии и которая допускала возможность осуществления инвестиционной и коммерческой банковской деятельности в рамках одной компании<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Поскольку подобное совмещение создавало большие риски, в том числе для физических лиц, вслед за кризисом 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 (обусловленными сохраняющимся действием связанных с этим законом других законодательных актов) вместо него был принят закон Gramm-Leach-Bliley, который расширял возможности совмещения инвестиционных и коммерческих банковских операций.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

При этом не исключена вероятность формирования новых источников 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, Hypo 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 ряду ведущих европейских стран было выделено свыше 1,8 трлн долл.

Другими словами, налицо закрепление ставшей очевидной еще в начале 2008 г. тенденции, ведущей к **существенному переделу корпоративной структуры** в первую очередь американского и, как следствие, в целом мирового финансового рынка. При этом очевидно также резкое увеличение государственного участия в современной экономике — как на национальном, так и на трансграничном уровне (как это имеет место в случае инвестиций суверенных фондов). На повестку дня встали вопросы эффективного функционирования новой

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

версии старого уклада — госкапитализма, сложившегося в послекризисный период.

На повестку дня встали вопросы эффективного функционирования новой версии старого уклада — **госкапитализма, сложившегося в послекризисный период.**

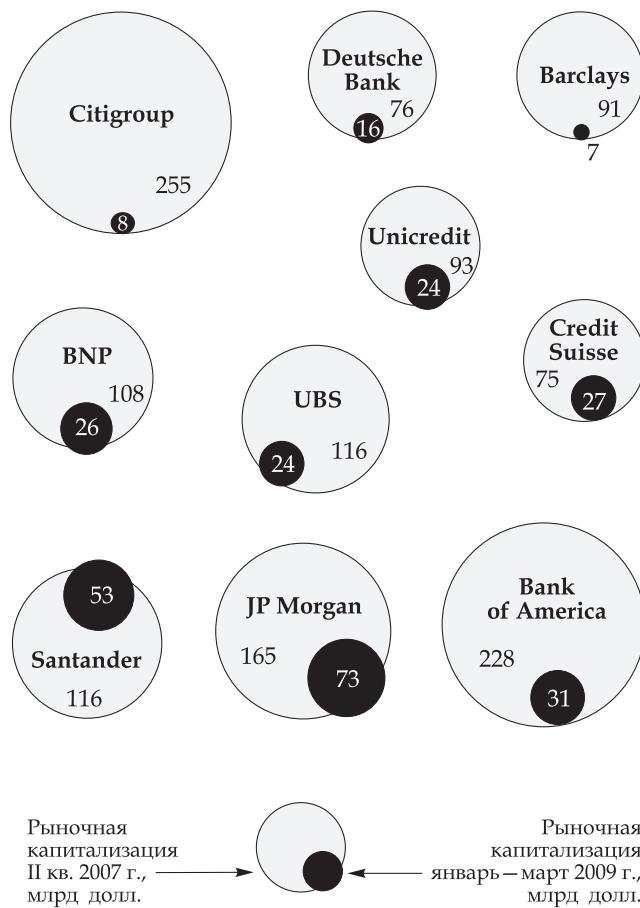
Тот факт, что передел собственности, вызванный кризисом, неизбежен, стало особенно очевидно, когда начали появляться более подробные данные о степени падения отдельных компаний (рис. 2.1). Стало ясно, что, во-первых, для инвесторов настало время покупать, потому что так дешево активы не стоили никогда. Во-вторых, уже в более системном, геоэкономическом плане — с большой степенью вероятности можно было утверждать, что назревает глобальный передел собственности и за падениями котировок стоят более глубинные интересы и центры силы.

В системном, геоэкономическом плане — с большой степенью вероятности можно было утверждать, что назревает глобальный передел собственности и за падениями котировок стоят более глубинные интересы и центры силы.

В результате таких изменений «явная» и «неявная» экономическая картина мира в обозримом будущем может стать совсем иной.

В этой связи необходимо иметь в виду возможность более системной геополитической повестки дня происходящего, которая может предполагать свои гео-меха-

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 2.1. Сокращение капитализации крупнейших банков*

Источник: данные moneymarket.msn.com

низмы по «глобальной чистке мировой экономической площадки», по изменению баланса сил явных и неявных центров силы, в целом по переделу экономической (для начала) карты мира.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

И, наконец, еще один аспект (он носит как технический, так и системный характер) говорил о том, что если не будет обеспечено адекватное финансирование балансов, то неизбежны масштабные банкротства и паралич всей финансовой системы. Масштабы сжатия балансов и возможное уменьшение кредитного плеча (deleveraging) при мультиликаторе, находившемся в диапазоне от 10 (для коммерческих банков) до 30 и более (для бывших инвестибанков и хеджфондов), делали обеспечение ликвидностью задачей выживания как для отдельных компаний, так и для всей экономики.

### **О левередже (кредитном плече)**

Стремление к увеличению доходности от проводимых операций вынуждало многие коммерческие и инвестиционные банки интенсивно увеличивать размеры своих инвестиций в рамках одних и тех же объемов собственных средств (капитала). Необходимое дополнительное фондирование, требующееся для покупки новых активов, как правило, осуществлялось посредством использования механизмов денежного рынка, которые позволяли привлекать нужные средства. Учитывая, что данный процесс, во-первых, носил масштабный характер, а во-вторых, вел к существенным и неоправданным перекосам в балансах таких институтов, это явление в немалой степени обострило ход развития кризиса.

В целом, по различным группам финансовых институтов размер leverage, показывающий отношение активов к капиталу, превышал в среднем 7–10 раз в зависимости от видов операций и сферы деятельности (у

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

хедж-фондов и инвестбанков он часто приближался к 20, а иногда и к 30)<sup>2</sup>.

При этом, если принимать во внимание забалансовые операции, то для большинства финансовых учреждений показатели левереджа были значительно больше, достигая в некоторых случаях уровня 50–70 раз (рис. 2.2). Причем объемы забалансовых операций порой превышали объемы самого баланса. Так, по оценкам, забалансовые операции Citigroup в 2006 г. достига-



*Рис. 2.2. Кредитное плечо (leverage) ведущих американских банков в конце 2007 г. (раз)*

Источник: FCIC, Jan. 2010.

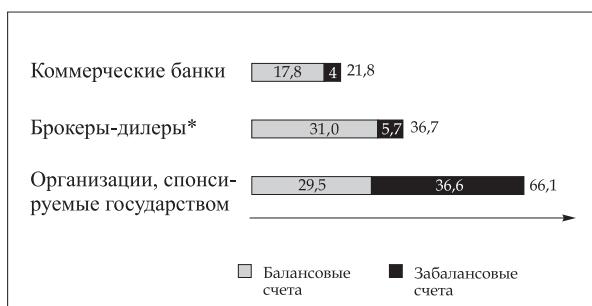
<sup>2</sup> Такое определение дается, в частности, в материалах слушаний по банкротству Lehman Brothers US Bankruptcy Court, NY, March 11, 2010. Иногда дается иное определение кредитного плеча, которое рассматривается как соотношение капитал/активы, что делает его аналогичным нормативу Н1, используемому в российской банковской практике и опирающемуся на базельские принципы (см., в частности, законы об американской финансовой реформе HR 4173).

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

ли около 2 трлн долл., тогда как величина самого баланса составляла лишь 1,8 трлн долл.<sup>3</sup> У ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac агрегированная величина кредитного плеча составляла примерно 75 (FCIC, Jan. 2011).

В целом, для различных групп финансовых институтов роль забалансовых операций была различной, при том что у институтов, поддерживающих ипотечный рынок, она была максимальной (рис. 2.3).



*Рис. 2.3. Кредитное плечо различных финансовых посредников в США (2006 г., раз)*

\* Средневзвешенная 5 крупнейших брокеров-дилеров: Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley.

Источники: FDIC; SEC; McKinsey.

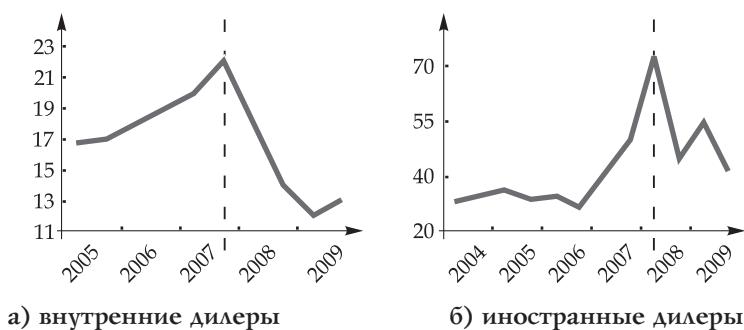
На слушаниях в Комиссии по проблемам финансового кризиса США о причинах кризиса президент Bank of America справедливо указывал на то, что было непонятно, «почему рынки и регуляторы могли терпеть левередж, достигавший 40 к 1 или даже 60 к 1 в крупнейших инвестиционных банках»<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> IMF.

<sup>4</sup> Moynihan B.T. Chief Executive Officer and President, Bank of America. Testimony to FCIC, Washington, D.C. January 13. 2010. P. 10.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

Наиболее быстрый рост кредитного плеча пришелся на вторую половину 2000-х годов, когда начали активно торговаться производные инструменты (рис. 2.4). Отметим при этом, что очень быстро этот показатель увеличивался у иностранных участников.



*Рис. 2.4. Кредитное плечо внутренних и внешних дилеров*

Источник: Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, March 2010.

По оценкам ФРС, «заметный рост левереджа обычно предшествует финансовому кризису»<sup>5</sup>.

По оценкам ФРС, «заметный рост левереджа обычно предшествует финансовому кризису».

При этом риски и перекосы в балансах, которые возникали по мере роста рынка, для регуляторов были в значительной степени очевидны. В одном из своих

<sup>5</sup> Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, Jan. 2009. P. 8.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

выступлений еще в 1998 г. Б. Борн, которая являлась председателем Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission), указывала на возникшие тогда риски в связи с проблемами компании LTCM (Long-term capital management), в том числе при работе с производными инструментами. Указывалось, что регулирование рынка было таково, что позволило компании привлечь финансирование в размере 125 млрд долл., что превышало ее капитал в 100 раз!

Регулирование рынка было таково, что позволило компании привлечь финансирование в размере 125 млрд долл., что превышало ее капитал в 100 раз!

Затем полученные средства были использованы для открытия позиций по деривативным инструментам на номинальную сумму 1,25 трлн долл., что превышало размер капитала в 1000(!) раз<sup>6</sup>.

Аналогичная картина отмечалась и в других сферах. По оценкам, страховые компании, осуществляющие страхование определенных рисков в рамках определенных операций (например, страхование от дефолта по определенной бумаге), имели капитал, который был почти в 100 раз меньше объемов страхуемых активов. Очевидно, что это изначально закладывало риск дефолта

---

<sup>6</sup> Born B. Regulatory Responses to risks in the OTC derivatives market. November 13. 1998. P. 3.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

уже самого страховщика в случае наступления кризисных событий<sup>7</sup>.

Использование левереджа имеет и еще один важный аспект уже не просто технического, но системного характера, придавая этой проблеме геоэкономический и даже геополитический аспект. Речь идет о том, что при таких соотношениях собственных и привлеченных ресурсов большая часть рынка может быть поставлена под контроль узкой группой лиц, оперирующих относительно небольшими средствами. На слушаниях, проведенных Комиссией по проблемам финансового кризиса (FCIC), подчеркивалось, что при таких подходах цены на активы фактически могут определяться лишь небольшой группой инвесторов, которая в состоянии поставить под свой контроль огромные активы<sup>8</sup>.

При таких подходах цены на активы фактически могут определяться лишь небольшой группой инвесторов, которая в состоянии поставить под свой контроль огромные активы.

В кризисных условиях проблема расширения активов сменяется на противоположную, при которой сокращение ликвидности будет также происходить с соответствующим коэффициентом сжатия — усиливая общий эффект уменьшения (так называемый deleverage).

---

<sup>7</sup> IMF.

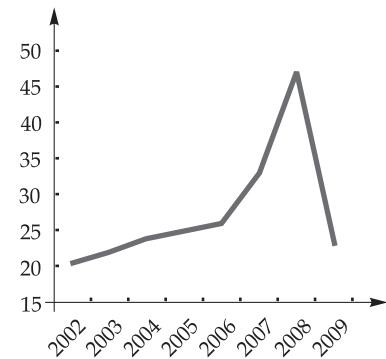
<sup>8</sup> FCIC hearings, 2010.

*Какие угрозы были в балансах банков и как развивался кризис на микроуровне*

При этом если для банковских холдингов размер сжатия кредитного плеча составил в среднем 2–2,5 раза, то для брокерских и дилерских компаний — около 4 раз.

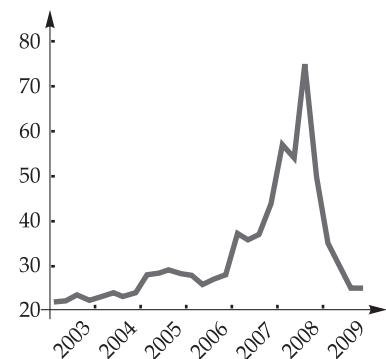
Напомним, что при расширении финансирования за счет кредитного плеча (leverage) соотношение между активами и капиталом может, как уже говорилось, составлять 30–50 раз (и выше). Следовательно, сокращение ликвидности будет также происходить с соответствующим коэффициентом сжатия, что лишь усилит общий 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 соот-



*Рис. 2.5. Кредитное плечо 10 крупнейших банковских холдингов США (раз)*

Источник: Federal Reserve Bank of Kansas City.



*Рис. 2.6. Кредитное плечо брокеров и дилеров США (раз)*

Источник: Federal Reserve Bank of Kansas City.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

ветствующий 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 демультипликатора, усиливающий общее сжатие ликвидности в экономике.

Для конкретных участников рынка этот эффект и меры по его нейтрализации имеют свою специфику.

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 (т.е. 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 необходимости 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 10–15), 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. По-

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

нимая, 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.

Одновременно они существенно изменяют структуру кредитов и инвестиций на рынках третьих стран. «В ходе делевереджинга банки развитых стран начинают существенно сокращать свою связь с развивающимися рынками, закрывая кредитные линии и репатриируя средства»<sup>9</sup>.

Анализ этой проблемы экспертами G-20 позволил им сделать вывод о том, что «существенное присутствие иностранных банков на развивающихся рынках, особенно в Европе и Латинской Америке, увеличивает потенциальный источник заражения (contagion) в период финансового стресса. Материнский банк может ограничить кредитование в своих международных операциях или репатриировать капитал»<sup>10</sup>. Также указывается на сложности контроля за иностранными банками. В результате делается вывод о том, что «необходимость реструктурирования ими своих балансов в принимающих странах может иметь продолжительный эффект в плане доступности кредитов от иностранных банков»<sup>11</sup>.

---

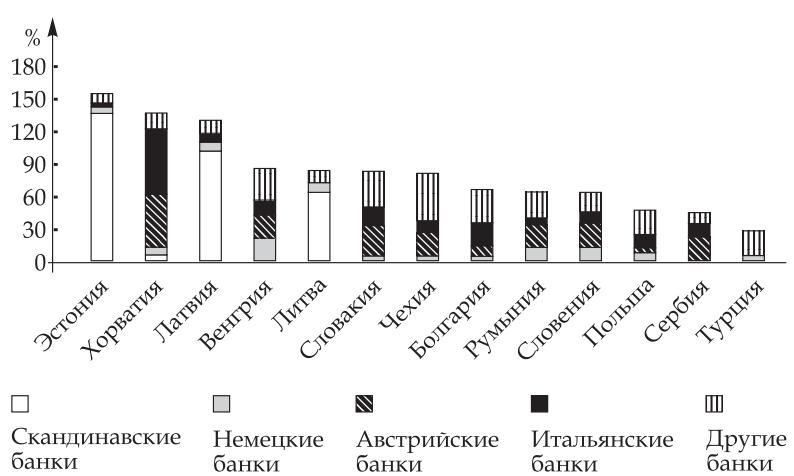
<sup>9</sup> O. Blanchard. The crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies. IMF. April 2009. P. 19.

<sup>10</sup> G-20 Study Group on Global credit Market Disruptions, Paper Prepared by Australia. October 30, 2008. P. 29.

<sup>11</sup> Там же.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

С учетом того, что в большинстве стран ЦВЕ отмечается значительная доля обязательств перед иностранными банками (рис. 2.7), проблема требует тщательного мониторинга.



*Рис. 2.7. Обязательства перед иностранными банками  
(II кв. 2007 г., % к ВВП)*

Источник: IMF, April 2008.

Следует иметь в виду, что ожидавшиеся убытки крупнейших банков были часто занижены, а реальные потери, по оценкам, могли быть значительно больше.

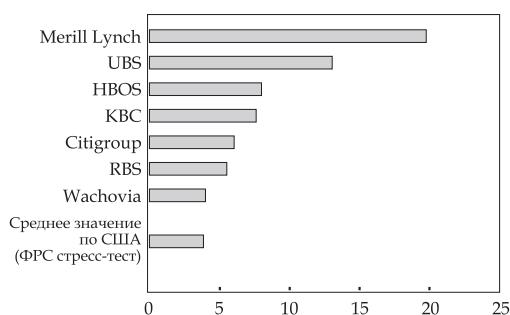
По отдельным банкам их накопленные убытки часто достигают значительных величин (рис. 2.8), и если их капиталы не возрастут, то балансы таких банков могут существенно сжаться.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

**ТАБЛИЦА 2.1**  
**ОЖИДАЕМЫЕ ПОТЕРИ САМИХ БАНКОВ**  
**И ОЦЕНКИ ЭКСПЕРТОВ** (млрд долл.)

Банки	Ожидаемые потери согласно отчетности самих банков, всего	Потери согласно оценкам внешних экспертов			
		SCAP	Citigroup	Citadel	Goldman Sachs
Bank of America	47,7	104,1	83,8	148,4–203,7	93,4
Citigroup	47,8	79,4	н.д.	102,6–137,4	71,0
JP Morgan	44,8	79,3	111,9	113,6–154,4	73,6
Wells Fargo	35,1	74,3	51,5	124,9–173,4	77,3

Источник: NBER, Nov. 2009.



**Рис. 2.8. Максимальные накопленные убытки банков**  
**(% от активов, взвешенных по уровню риска,**  
**2006 г.—начало 2010 г.)**

Источник: The Economist. Jan, 2010.

В плане прогнозов многие попытки оценить перспективы развития событий на глобальном финансовом рынке оказались фактически безуспешными. Выступая на слушаниях в Конгрессе США по проблемам кризиса, А. Гринспен признал, что на многие вещи вследствие кризиса пришлось взглянуть по-другому и переоценить их. Причем (в качестве своего рода оправдания) им указывалось, что при этом были созданы мощные модели, которые предназначались для того, чтобы предсказывать наступление подобных событий, и авторы некоторых из них даже получили Нобелевские премии. Тем не менее модели такого развития событий не предвидели. «Все интеллектуальное здание обрушилось... поскольку модели основывались на данных последних 20 лет — периода эйфории»<sup>12</sup>.

Зададим в этой связи еще несколько вопросов. Например, для чего нужны модели, которые не выполняют тех основных целей, для решения которых они были созданы? Конечно, теперь говорят о том, что модели по оценкам рисков были плохо обоснованы, поскольку такие сложные системы не могут быть поняты во всех деталях (об этом говорил, в частности, нобелевский лауреат Э. Фелпс). Действительно, в столь быстро меняющихся механизмах и инструментах разобраться сложно. Но ограничиваться всего лишь банальной экстраполя-

---

<sup>12</sup> A. Greenspan. Statement during Committee Hearings on the Financial Crisis and the Role of Federal Regulators, US House of Representatives. Oct. 23, 2008.

цией наблюдаемых трендов (хотя и обличенные в научообразные и порой труднопонимаемые даже на экспертном уровне модельные построения), наверное, не то, что требуется современным экономическим системам для оценок перспектив развития. Да и в целом эти подходы не требуют глубокого понимания принципиальной сути происходящих событий — и реальные факты тому наглядное подтверждение.

И то, что возможность наступления неблагоприятных сценариев не была рассмотрена в качестве серьезной альтернативы, говорит о том, что экономическая наука и бизнес **утратаивают способность реально оценить сущность происходящего** и что глобальные корпоративные интересы (и связанные с этим задачи по формированию прибыли) не готовы принимать более взвешенных и менее доходных в краткосрочном плане бизнес-стратегий.

Если это действительно так, то и одно, и другое выглядит удручающее, поскольку предполагает уж слишком «близорукий» подход их участников (хотя в многочисленных примерах именно это часто и происходит).

И еще один — не менее удручающий — вопрос. Каково в принципе качество присвоения высших экономических наград в современном мире? Получается, что награды получают авторы недееспособных моделей, а экспертное жюри реально оценить их качество не в состоянии, и ясность для всех на-

ступает лишь тогда, когда сама «живая практика» все расставляет по своим местам.

Для чего нужны модели, которые не выполняют тех основных целей, для решения которых они были созданы?

Каково в принципе качество присвоения высших экономических наград, когда ими награждаются авторы недееспособных моделей, а экспертное жюри реально оценить их качество не в состоянии?

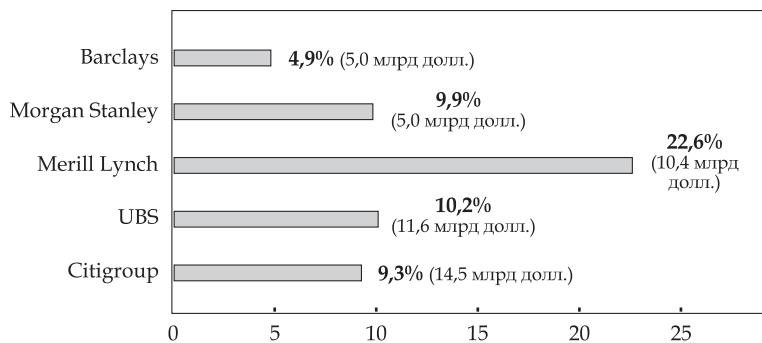
### О суверенных фондах

Сразу после кризиса среди источников средств внимание было обращено на средства суверенных фондов. Инвестиции из таких источников стали играть заметную роль в капитале ведущих банков (рис. 2.9).

О перспективах создания суверенного фонда говорилось и в ходе визита министра финансов США Полсона в Москву (июнь 2008 г.), косвенно подтверждая, что взгляд изнутри на ситуацию на американском рынке не внушал уверенности и заставлял продолжать поиск новых источников средств.

Однако наряду с признанием «экономической целесообразности» такого финансирования стали высказываться беспокойства политического свойства, поскольку финансовая сфера по своей сути имеет стратегическое значение.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*



*Рис. 2.9. Доля инвестиций субверенных фондов в акциях компаний в 2007 г. — I кв. 2008 г. (%, млрд долл.)*

Источник: ECB, July 2008.

Поэтому если указанная тенденция продолжит и дальше развиваться, то в обозримом будущем это могло бы привести к принципиальным изменениям, носящим геоэкономический и geopolитический характер, формирующий новую корпоративную и экономическую карту мира (усиливая на микроуровне уже отмечающиеся тенденции формирования новых центров экономической силы, повышения роли стран БРИК и др.). Мы уже наблюдаем «секторальные» последствия кризиса, когда все инвестиционные банки США прекратили свое существование в прежнем качестве.

Проблемы поиска новых инвесторов и источников фондирования будут иметь и geopolитическое измерение. Многие ведущие финансовые компании и банки, исторически выступавшие важнейшим элементом национальной экономики и представлявшие основу экономической и политической системы, уже могут ориен-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

тироваться на иные приоритеты, отражающие позицию новых зарубежных акционеров. Причем часто это могут быть инвестиции 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 практически сразу вызвала настороженность и привлекла к себе повышенное внимание регуляторов.

В 2008 г. при анализе нынешнего кризиса мы писали:

«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 ее контроль и консолидация в новых условиях потребуют значительного расширения и ужесточения регулирующих подходов. 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»<sup>13</sup>.

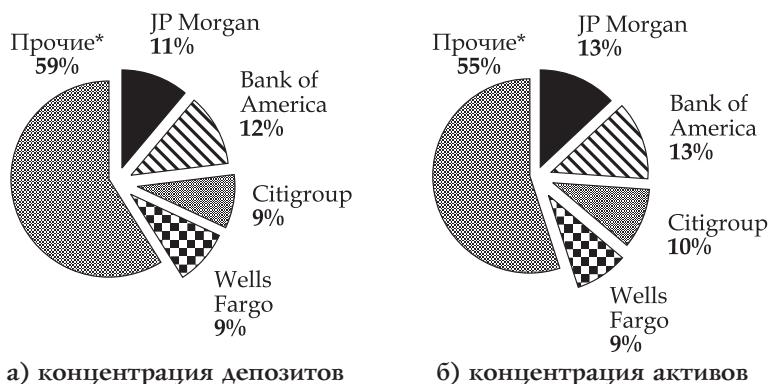
---

<sup>13</sup> Ершов М. Кризис 2008 г.: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России // Вопросы экономики. 2008. № 12. С. 12–13.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

Отметим, что высокая степень концентрации (как с точки зрения активов, так и в плане привлечения средств), которая отмечается на американском финансовом рынке, **сделала возникшие проблемы системными по своей сути**.

Высокая степень концентрации (как с точки зрения активов, так и в плане привлечения средств), которая отмечается на американском финансовом рынке, **сделала возникшие проблемы системными по своей сути.**



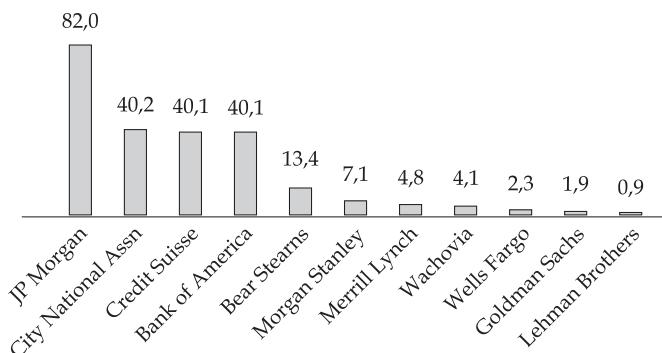
*Рис. 2.10. Концентрация депозитов и активов  
в банковской системе США (%)*

\* 8095 банков.

Источник: FCIC, Jan. 2010.

На большинство из крупнейших банков приходилось интенсивное использование производных инструментов, которые были одним из «ускорителей» кризиса (рис. 2.11). Очевидно, что масштабное использование де-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 2.11. Внебиржевые деривативы у ряда банков  
(конец марта 2008 г., трлн долл.)*

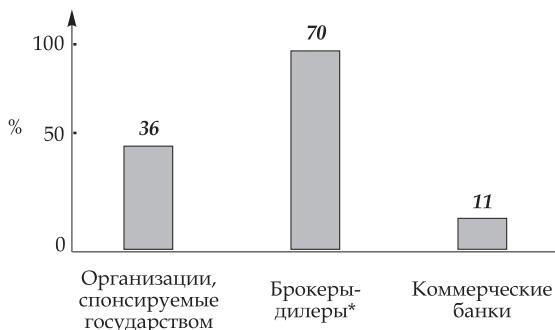
Источник: IMF, March 2008.

ривативов крупными игроками, доминирующими на рынке, сделало те проблемы, которые возникли с данными инструментами, системными, усилив общий кризисный эффект.

Проблема в данном случае усугублялась тем, что, размещая активы на длительный срок, их фондирование осуществлялось на короткой, часто однодневной основе. Это фактически означало, что любые риски, которые могут возникнуть на рынке, тут же отразятся на финансовом положении банков, обострив для них проблему финансирования.

При этом ведущие американские финансовые компании активно использовали и инструменты репо для привлечения необходимого финансирования. Из графика видно, сколь значительна была доля сделок репо (как источника краткосрочного финансирования) в обязательствах банков.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*



*Рис. 2.12. США: доля краткосрочного финансирования\*\*  
в активах финансовых посредников (2006 г., %)*

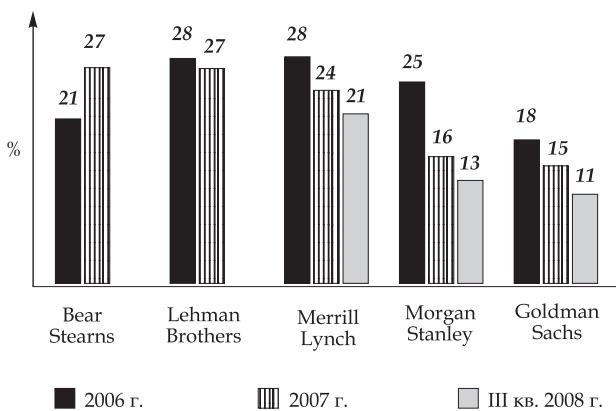
\* Средневзвешенная 5 крупнейших брокеров-дилеров: Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley.

\*\* Включая репо, средства, привлеченные с денежного рынка, другие краткосрочные заимствования, текущую позицию по долгосрочному долгу.

Источники: FDIC; SEC; McKinsey.

Помимо расхождения по срокам между активами и пассивами и большой зависимостью от краткосрочного финансирования другой отрицательной особенностью подобной ситуации было то, что **операции репо часто обеспечивались другими торгуемыми активами**. Однако это означало, что если рынок терял доверие кенным активам, финансирование прекращалось, залоги должны были заменяться на более надежные, а сами активы (к которым было потеряно доверие) нужно было продавать (причем со значительным дисконтом, означающим рост убытков). В этой связи возникали проблемы довнесения дополнительных залогов (margin calls).

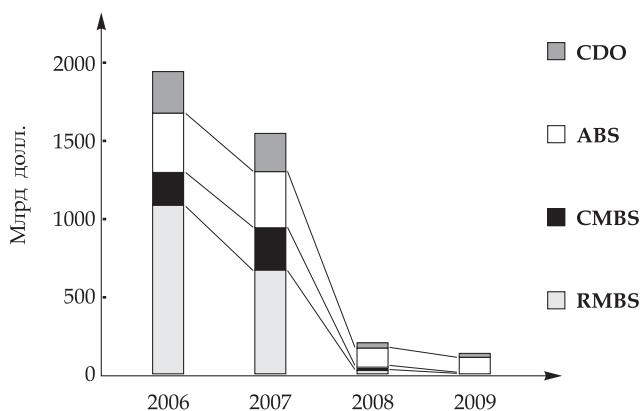
*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 2.13. Доля сделок repo в обязательствах банков (%)*

Источник: World Economic Forum, 2009.

Все это было тем более ощутимо, когда по многим используемым инструментам рынок практически либо встал, либо сократился до минимума.



*Рис. 2.14. США: выпуск облигаций (млрд долл.)*

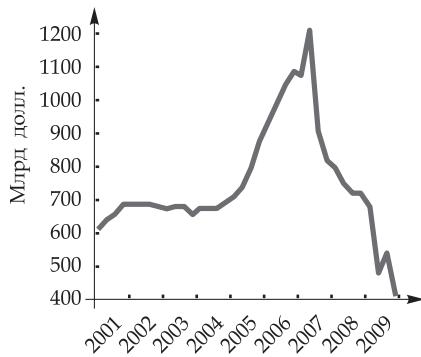
Источник: FCIC, Jan. 2010.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

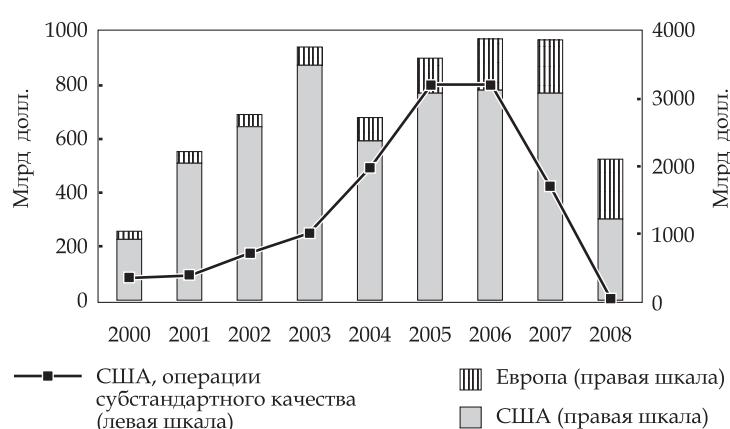
Укажем при этом, что многие из упомянутых инструментов классифицируются в балансе как «торгуемые активы», а также как «другие ценные бумаги». На эти группы приходится значительная доля активов как инвестиционных, так и коммерческих банков (табл. 2.2).

Сводные примеры структуры балансов



*Рис. 2.15. Бумаги,  
обеспеченные активами  
(млрд долл.)*

Источник: Fed of New York, Apr. 2010.



*Рис. 2.16. Объемы выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами (млрд долл.)*

Источник: BIS, 2009.

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

инвестбанков и банковских холдингов дают некоторое представление о характере операций и особенностях их рыночной стратегии.

**ТАБЛИЦА 2.2**  
**ОСНОВНЫЕ АКТИВЫ НА БАЛАНСЕ БАНКОВ**  
**США\* (%)**

Крупные банковские холдинги		Крупные инвестиционные банки	
Торгуемые активы	12,2	Торгуемые активы	33,3
Другие ценные бумаги	14,7	Обеспеченные соглашения	39,5
Кредиты	47,3	Дебиторская задолженность	12,2
Соглашения репо	10,4	Ценные бумаги, полученные в обеспечение	2,8
Прочие финансовые инструменты	3,2	Прочие финансовые инструменты	9,9
Другие инструменты	12,2	Другие инструменты	2,3
Активы	100	Активы	100

\* Средневзвешенные показатели на конец 2004–2006 гг. Крупные банковские холдинги — банки с активами более 100 млрд долл. (27 банков). Крупные инвестиционные банки — Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns.

*Источник:* NBER, Nov. 2009.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

Интересно также более подробно рассмотреть ситуацию с балансами двух наиболее кризисных банков — Bear Stearns и Lehman Brothers. Даже в своем самом общем виде их балансы показывали некоторые заслуживающие внимание особенности.

Следует указать, в частности, на значительную долю в пассивах кредиторской задолженности. Значительная часть при этом находится на депозиты клиентов хедж-фондов. Эти депозиты, как правило, — до востребования, а потому являются собой нестабильную часть привлеченных ресурсов и могут быть подвержены «набегам клиентов» и быстрому снятию. Кроме того, большую долю в пассивах занимают «обеспеченные займы», куда включаются средства, привлеченные через механизмы «репо», которые в значительной степени являются короткими (часто «овернайт»). Таким образом, с учетом «краткосрочного долга»<sup>14</sup> значительная часть пассивов баланса имеет короткую временную основу, увеличивая ее зависимость от колебаний рынка. Укажем также на небольшие объемы наличных денег (особенно в случае с Lehman Brothers) в активах, что затрудняло поддержание общей ликвидности.

Отчасти необходимую наличность можно было бы обеспечить продажей ликвидных инструментов, находящихся в активах, однако следует иметь в виду, что в условиях коллапса рынка такие продажи затруднены и часто сопряжены с дополнительными дисконтами. Для

---

<sup>14</sup> В эту категорию могут включаться краткосрочные источники фондирования SPE, связанных с банком, операции которых должны учитываться в общем балансе на консолидированной основе.

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 2.17. Активы и пассивы Bear Stearns и Lehman Brothers (конец 2007 г., структура, %)*

Источник: Federal Reserve Bank of New York, 2008.

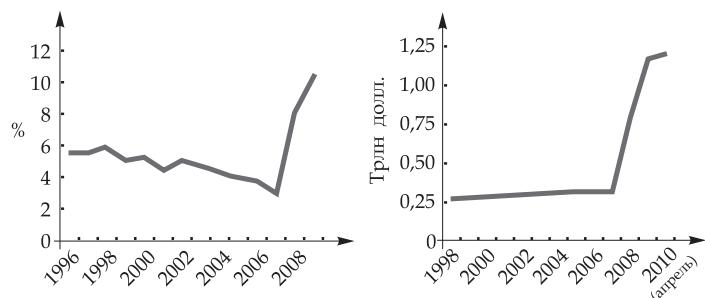
того чтобы избежать потерь от продаж и не оказать при этом негативного влияния на левередж, использовались специальные схемы «репо-105» и «репо-108», которые позволяли трактовать операции по привлечению

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

---

средств как продажу активов и выведение их на необходимое время из баланса<sup>15</sup>.

Впоследствии, когда кризисное напряжение усилилось, это подтолкнуло многие банки существенно увеличить долю наличных средств в своих активах, которые значительно превысили средние значения за длительный период (рис. 2.18–2.19).



*Рис. 2.18. Доля наличных  
средств в активах  
коммерческих банков (%)*

*Рис. 2.19. Наличные  
средства\* у банков  
(трлн долл.)*

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

Источник: US Fed.

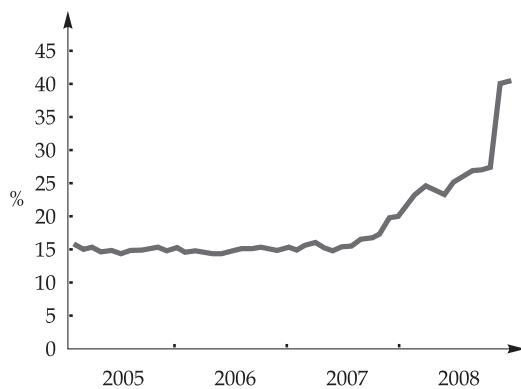
На макроуровне это привело к существенному росту ликвидных инструментов денежного рынка (рис. 2.20).

Масштабное падение или даже остановка рынков (как уже говорилось) вызывали рост банковских потерь и

<sup>15</sup> Report of A.R. Valukas, examiner. March 11, 2010. In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al. US Bankruptcy Court Southern District of New York.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---



*Рис. 2.20. Отношение активов денежного рынка  
к капитализации рынка ценных бумаг  
(2005–2008 гг., %)*

*Источник:* Fidelity Investments, 2009.

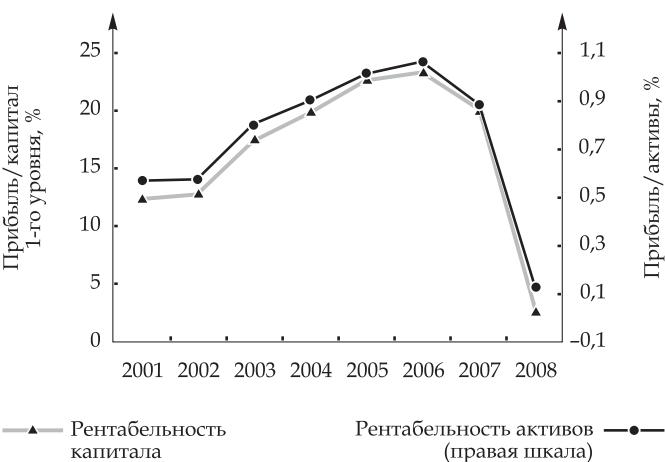
в целом ухудшили показатели их деятельности. Существенно возросли объемы формируемых резервов, уменьшились прибыль и показатели доходности капитала и активов (рис. 2.21, табл. 2.3).

В результате, даже несмотря на уменьшающиеся размеры балансов многих банков (рис. 2.22), падения котировок их акций были столь значительны (мы это уже наблюдали на определенные даты — о чем говорилось выше), что их рыночная капитализация стала значительно ниже балансовых значений капитала<sup>16</sup> (табл. 2.4).

---

<sup>16</sup> Book value of common shareholders equity. С учетом того, что номинальные потери банков часто могли быть реструктурированы и размыты в балансе, оказываясь в результате существенно меньше, чем реальные потери, которые заключены в балансе, конечные соотношения рыночных и балансовых значений в итоге могут быть несколько скорректированы в сторону увеличения соотношений market/book.

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*



*Рис. 2.21. Рентабельность капитала и активов  
во всех банках (%)*

Источник: The Banker, 2010.

ТАБЛИЦА 2.3

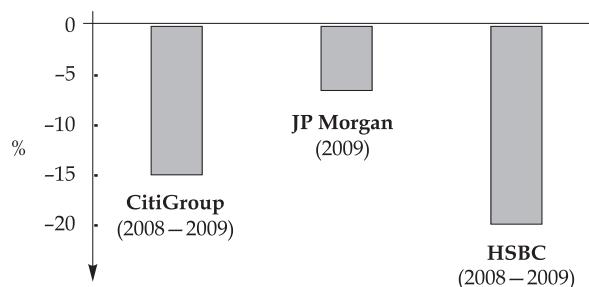
**ПОКАЗАТЕЛИ ОСНОВНЫХ БАНКОВ РЯДА СТРАН**  
(% от суммарного среднего значения активов)

	Прибыль до налого-обложения		Резервы	
	2006 г.	2008 г.	2006 г.	2008 г.
Франция (5)*	0,73	0,05	0,05	0,21
Германия (6)*	0,43	-0,41	0,05	0,19
Италия (5)*	1,05	0,29	0,25	0,42
Япония (13)*	0,46	0,12	0,04	0,19
Швейцария (6)*	0,8	-1,94	0	0,07
Великобритания (9)*	0,9	-0,1	0,25	0,4
США (9)*	1,71	0,36	0,19	1,11

\* В скобках указано количество рассмотренных банков.

Источник: BIS, 2009.

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 2.22. Сокращение балансов банков (%)*

Источник: US Fed National Information Center.

**ТАБЛИЦА 2.4  
СООТНОШЕНИЕ РЫНОЧНОЙ И БАЛАНСОВОЙ  
СТОИМОСТИ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ  
(market-to-book ratio, I кв.)**

Годы	Основные инвестиционные банки	Крупнейшие банковские холдинги
2007	2,24	2,08
2008	1,53	1,42
2009	0,86	0,45

Источник: NBER, Nov. 2009.

С учетом явных и скрытых угроз, содержащихся в балансах ведущих финансовых институтов, размеры потерь, которые уже зафиксированы в некоторых странах, еще не достигли в ряде случаев даже половины от того уровня, который потенциально ожидается (рис. 2.23).

*Какие угрозы были в балансах банков  
и как развивался кризис на микроуровне*

Размеры потерь, которые уже зафиксированы в некоторых странах, еще не достигли в ряде случаев даже половины от того уровня, который потенциально ожидается.



*Рис. 2.23. Реальные и ожидаемые списания банков  
(июнь 2009 г., млрд долл.)*

\* Включая Австралию, Гонконг, Японию, Н. Зеландию, Сингапур.

Источник: IMF, Oct. 2010.

Это означает, что даже если ситуация в целом не будет осложняться, то только по каналам роста потерь проблемы финансового сектора будут оставаться сложными.

Даже если ситуация в целом не будет осложниться, то только по каналам роста потерь проблемы финансового сектора будут оставаться сложными.

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Если же будут отмечаться любые глобальные ухудшения (различные сценарии второй волны, возникновение новых очагов рисков и т.д.), то положение может выглядеть еще более шатким.

С учетом той роли, которую играют финансовые структуры в западных экономиках, и масштабных размеров их потерь именно на этот сектор было обращено первостепенное внимание регуляторов в плане оказания помощи.

# 3

---

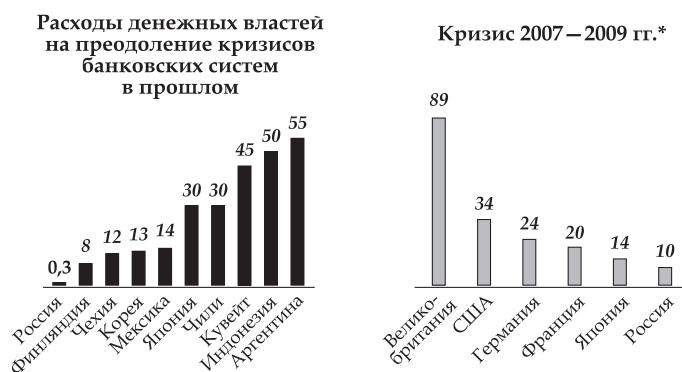
## Об антикризисных мерах

Масштабность и острота кризиса сделали необходимым использование широкого набора мер по его преодолению. Эти меры колебались от чисто рыночных инструментов (таких как процентные ставки) до более жестких административных рычагов — прямой бюджетной поддержки или даже фактической национализации.

Очевиден тот факт, что перед лицом столь масштабных вызовов международные регуляторы и регуляторы основных стран перешли на сугубо прагматичные подходы в борьбе с кризисом. На второй план отошли идеологические постулаты о «невмешательстве государства», о «недопустимости эмиссии», о «сокращении расходов бюджета» и многое другое. То, что ранее представлялось как непререкаемые аксиомы, в условиях новых рисков было заменено разумным практицизмом, основанным на здравом смысле. Начало делаться то, что требовала специфика ситуации.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

Масштабы оказанной поддержки в настоящее время значительно превышают размеры помощи экономикам в прошлые кризисы (рис. 3.1).



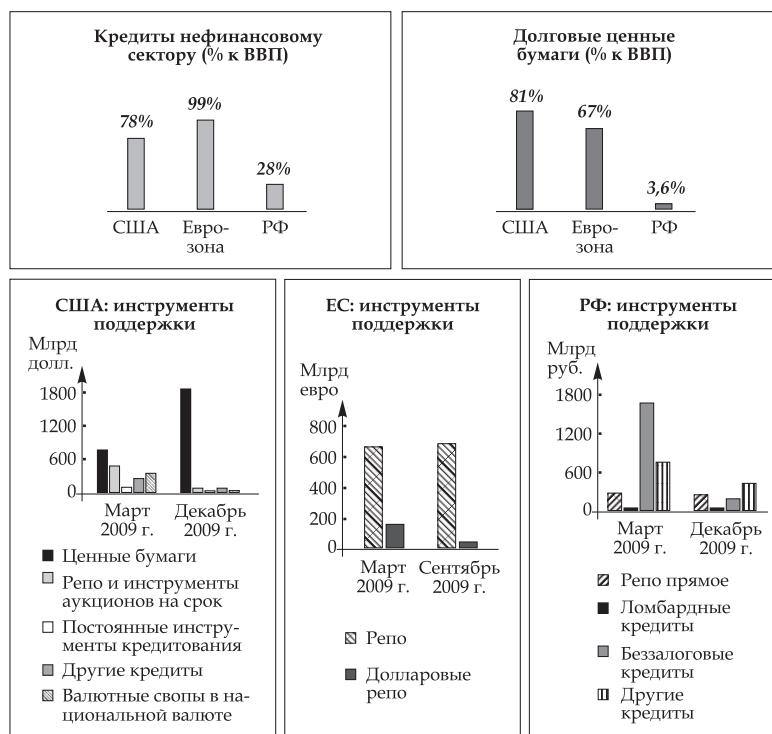
*Рис. 3.1. Расходы денежных властей на преодоление кризисов банковских систем (% к ВВП)*

\* Вливания капитала, покупка (или обмен) активов, гарантии, прямое финансирование.

Источник: IMF, Oct. 2008, June 2010.

Интересно отметить, что сама форма поддержки была тесно связана с особенностями финансового сектора в соответствующих странах. В тех государствах, где более значимую роль играют коммерческие банки (и, как следствие, кредиты, депозиты и т.д.) по сравнению с инструментами фондового и долгового рынка как источника привлекаемых средств, инструменты помощи в финансовой сфере также в первую очередь были ориентированы на банки (в частности, в еврозоне). В США, напротив, основной акцент был сделан на использование инструментов рынка ценных бумаг (рис. 3.2).

## Об антикризисных мерах



*Рис. 3.2. Особенности рынков диктуют специфические меры поддержки*

Источник: US Fed, ECB, ЦБ РФ, ФСФР.

## О новых подходах

Степень рисков была столь значительной, что заставила ряд ведущих стран существенно изменить рамки и структуру своих денежно-кредитных подходов (рис. 3.3). На ранних этапах использовались как снижение процентных ставок, так и дополнительный приток ликвид-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 3.3. Некоторые подходы центральных банков по формированию ликвидности*

\* Без учета субординированных кредитов Сбербанку.

\*\* Включая векселя, права требования по кредитным договорам.

Источники: ЦБ РФ; US Fed; рассчитано по данным US Fed и Bureau of Economic Analysis.

ности в экономику по всем каналам денежно-кредитных механизмов. При этом масштаб мер стал на порядок более значительным, чем за многие наблюдавшие годы в прошлом.

При этом особо обращает на себя внимание тот факт, с какой быстротой и решительностью многие страны в ответ на кризис фактически одномоментно поменяли свои до того многолетние подходы и декларируемые рекомендации.

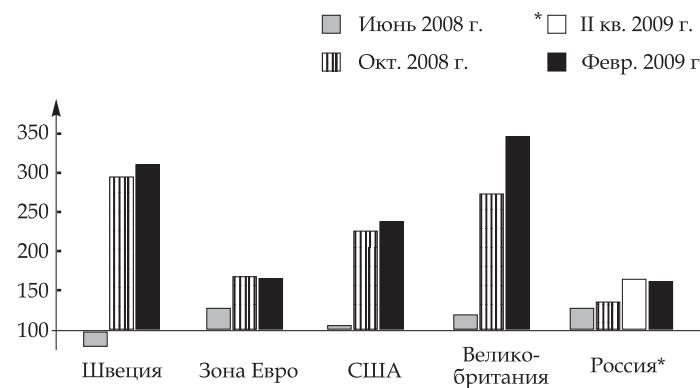
На более позднем этапе проведения антикризисных мер, когда процентные ставки в ведущих экономиках (в первую очередь в США) стали достигать низких уровней, главным антикризисным рычагом регуляторов ста-

## Об антикризисных мерах

ла политика количественных послаблений, которая фактически означала масштабное вливание финансовых ресурсов в экономику и обеспечение их дальнейшего нахождения в экономике.

При этом уже имеются примеры, когда в ситуации, определяемой как «ловушка ликвидности», при низком уровне ставок дальнейшее увеличение ликвидности приводит к отрицательным процентным ставкам (как это имело место, например, в Швеции, центральный банк которой установил отрицательные ставки по депозитам коммерческих банков в ЦБ).

Вследствие проводимых мер существенно возросли балансы центральных банков ведущих стран (рис. 3.4).



*Рис. 3.4. Балансы центральных банков (2007 г. = 100)*

Источник: IMF; рассчитано по данным ЦБ РФ.

Отметим также возникающие новые измерения самой денежно-кредитной политики. Целевое предоставление средств конкретным компаниям и банкам — что

масштабно происходило в период кризиса — по сути является собой элементы промышленной политики. В этой связи осуществление денежно-кредитной политики в увязке с антикризисными мерами в развитых экономиках заставило в полной мере говорить о формировании своего рода «денежно-промышленной» политики, которая означает реализацию денежных подходов в увязке с промышленными приоритетами — ее отраслевыми и корпоративными элементами.

Причем кризис изменил взгляды многих исконных сторонников свободного рынка, таких, например, как Левит (в прошлом председатель американской комиссии по регулированию фондового рынка — SEC), которые стали говорить о необходимости промышленной политики. По мнению председателя Совета экономических советников при президенте США М. Боскина (этот пост он занимал в период, когда президентом был Буш-старший), «Р. Рейган и Дж. Буш-старший старались устраниТЬ промышленную политику, где бы они ее не находили... Хотя некоторый уровень промышленной политики присутствовал в предыдущих администрациях всегда, пусть и на низком уровне, администрация Обамы масштабно расширила ее размеры и объем»<sup>1</sup>.

### **Про промышленную политику**

Очевидно, что антикризисные меры в российской экономике и цели модернизации страны также напрямую связаны с промышленной политикой.

---

<sup>1</sup> Economist. Aug. 7–13. 2010. P. 55.

### *Об антикризисных мерах*

---

При этом необходимо помнить, что состояние промышленности во многом определяет и положение страны в целом. России необходимо вписаться в быстро развивающуюся мировую экономическую и промышленную среду. В этой связи акцент должен делаться на развитии инновационной экономики, производстве продукции, требующей высококвалифицированного труда и основывающейся на энерго- и материалосберегающих технологиях. Безусловно, велико значение ее конкурентоспособности. При этом структура российской экономики должна становиться более прогрессивной за счет повышения роли наукоемких и высокотехнологичных производств, обрабатывающей промышленности в целом.

Подходы к выработке современной промышленной политики не могут ограничиваться лишь формированием некоего набора высокоеффективных проектов (как это пытались делать, например, Минэкономики России в середине 1990-х годов). Система приоритетов государственной промышленной политики по определению отличается от приоритетов коммерческих или инвестиционных банков, у которых максимизация прибыли является одной из главных задач.

Задачи государственной промышленной политики носят гораздо более «системообразующий» характер. Именно она призвана обеспечивать разумный баланс между высокоэффективными отраслями, «локомотивами» экономического роста, и менее эффективными сферами, без которых и передовые отрасли не смогут полностью раскрыть свои возможности.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Более того, на наш взгляд, в рамках указанных подходов следует формировать «несущие конструкции», необходимые для нормального функционирования любой экономической системы. Только при проведении государственной промышленной политики возможна реализация долгосрочных масштабных программ, требующих больших инвестиций, отдача от которых может наступить через 10–20 лет (таких, как освоение космоса или разработка новых сложных технологий). Причем здесь важны и геоэкономические, и стратегические аспекты с точки зрения обеспечения экономической безопасности страны и сохранения ее экономического суверенитета.

В таком развитии, очевидно, должен быть заинтересован и частный сектор. Масштабы и сроки выполнения возникающих сегодня задач часто превышают возможности даже крупных компаний. Однако ни у кого не возникает сомнения, что прочные «инфраструктурные тылы», развитая научная база, наличие научноемких разработок укрепляют позиции государства и национального бизнеса в стране и за рубежом и позволяют реализовать конкурентные преимущества, основанные на передовых технологиях и экономике знаний.

Действию рыночных сил в целом присущ более прикладной, короткий временной горизонт, и многие из важных сфер экономики остаются за рамками текущих интересов бизнеса. Поэтому требуется система мер прямого и косвенного государственного регулирования, обеспечивающих необходимый характер промышленного развития и способствующих укреплению внутри- и внешнеэкономического положения страны. Она должна

### *Об антикризисных мерах*

---

основываться на критериях, согласно которым соответствующие направления хозяйственной деятельности или отрасли в целом станут предметом первоочередного внимания. К таковым, в частности, могут относиться показатели экономического роста, причем учитывающие не только вклад самой рассматриваемой отрасли, но и мультиплективный эффект, когда развитие одной отрасли приводит к росту смежных производств. Большое значение имеет и фактор увеличения занятости.

Помимо чисто экономических критериев важную роль играют факторы социальной значимости, системообразующие, стратегические и иные параметры. Особо отметим территориальный аспект промышленного развития. Для обеспечения его большей пространственной равномерности необходимо использование широкого набора рычагов, представляющих разные направления экономической политики.

В США, в частности, активно используется «Закон о региональных реинвестициях», стимулирующий инвестиции на местном уровне и развитие инвестиционных программ, характеризующихся невысокой эффективностью. Контроль за реализацией данного закона осуществляют ФРС, Минфин, другие ведомства. Хотя формально параметры, формирующиеся на его основе, носят рекомендательный характер, участники рынка стараются их строго соблюдать, поскольку в противном случае это будет приниматься во внимание при вынесении соответствующих решений ФРС. Более того, в зависимости от выполнения названного закона на них распространяется действие иных актов. Так, одним из законов — Гласса–Стигала, принятие которого было обу-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

словлено еще последствиями Великой Депрессии, накладывались существенные ограничения на участников рынка. С учетом того, что современная ситуация в США не требовала столь радикального регулирования, он был отменен и вместо него был принят более либеральный закон Грэма–Лича–Блайли. Причем целый ряд нововведений не распространяется на нарушителей «Закона о региональных реинвестициях».

Для выравнивания финансовых возможностей регионов в США взаимопроникновение американских банков в другие штаты долгое время ограничивалось. Только в 1980-е годы был принят принцип взаимности при таком доступе, и лишь к началу 1990-х годов подобная практика получила повсеместное распространение и была обобщена в законе Ригли–Нила.

До недавнего времени оставались в силе нормативы, влиявшие на процентные ставки (правило Q и др.), которые устанавливали, в частности, «потолок» процента по ряду операций, что удешевляло использование ресурсов.

Очень целенаправленно и активно проводится экономическая политика в Японии, что сделало возможным существенное укрепление экономики и выход ее на ведущие позиции в мире — явление, получившее название «японское экономическое чудо». В результате Япония из страны с разрушенной экономикой, не имея при этом такого же объема природных ресурсов, которым располагают многие ведущие страны, превратилась во вторую по мощи промышленно развитую страну, с успехом конкурирующую с любыми развитыми государствами.

## *Об антикризисных мерах*

В результате Япония из страны с разрушенной экономикой, не имея при этом такого же объема природных ресурсов, которым располагают многие ведущие страны, превратилась во вторую по мощи промышленно развитую страну, с успехом конкурирующую с любыми развитыми государствами.

Обратим внимание на ряд особенностей подходов, которые там практиковались.

### **Немного об опыте Японии**

По оценкам Банка Японии, «вместо опоры на чисто рыночные силы правительство проводило активную политику, дополняя их действие при помощи регулирования и установления четких ориентиров»<sup>2</sup>. Была построена система, которая обеспечивала движение капиталов в стратегические отрасли на основе приемлемого для участников уровня процентных ставок (в том числе путем ограничения неоправданной конкуренции при проведении процентной политики).

При этом сами банки были сгруппированы по различным критериям, осуществляя в первую очередь те операции, которые считались приоритетными для каждой группы.

В частности, городские банки обеспечивали краткосрочное финансирование для стратегически важных отраслей. Банки, специализирующиеся на долгосрочном кредитовании, являлись источником длинных ресурсов,

<sup>2</sup> Bank of Japan, Dec 2003. P. 2.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

уменьшая потребность выпуска облигаций для этих целей. Региональные и кредитные союзы акцентировали свое внимание на малых и средних предприятиях. В результате возникла достаточно контролируемая финансовая система, в которой главную роль играли коммерческие банки и которая поддерживала экономический рост, обеспечивая поступления капитала (через кредиты и инвестиции) в стратегически важные приоритетные отрасли.

В целях регулирования финансовых потоков в Японии вплоть до середины 1990-х годов действовало инвестиционное правило «5-3-3-2», предписывавшее участникам рынка, в том числе пенсионным фондам и другим крупным инвесторам, структуру инвестиционного портфеля. Активно проводится политика удешевления кредитных ресурсов. Ставки Центрального банка в конце 1990-х годов приближались к нулевым значениям. Применяются различные экономические нормативы для перенаправления ресурсов японских банков из-за рубежа на внутренние операции.

Естественно, для рынка и регуляторов важно внимательно учитывать японский опыт, их экономические подходы, механизмы и рычаги, на которые делался упор при решении экономических проблем и которые обусловили столь радикальный прорыв<sup>3</sup>.

Важнейшее место в японских экономических подходах занимала именно промышленная политика с акцен-

---

<sup>3</sup> Данный вопрос требует отдельного исследования, поэтому в рамках нашей работы мы затронем лишь его некоторые важные аспекты.

### *Об антикризисных мерах*

---

том на структурные преобразования, создание условий для капиталонакопления и инвестиций. Активно использовался зарубежный технологический опыт.

Большое внимание уделялось определению промышленных приоритетов, развитие которых было наиболее важно для укрепления и развития японской экономики. При этом среди критериев рассматривались такие, в частности, как кумулятивный эффект на сопряженные отрасли, высокие темпы производительности, расширение занятости, высокая эластичность спроса на их продукцию по доходу (т.е. связь между ростом, например, потребительских доходов и спросом на определенную продукцию).

Учитывались факторы импортозамещения, развития экспорта, повышения конкурентоспособности и некоторые другие.

Общая логика используемых подходов основывалась на понимании того, что для успешного стимулирования определенной отрасли (или производства) необходимо увязать ее с такой отраслью (производством), которая тесно взаимосвязана с ней в межотраслевом балансе. В результате, стимулируя обе, можно было добиться эффекта «взаимоподталкивания».

В целом, предпочтение отдавалось отдельным производствам, или суботраслям, а не отрасли в целом. Это предполагало выделение только отдельных, наиболее важных производств.

При этом в процессе согласования были выработаны критерии отбора приоритетных сфер, в соответствии с которыми к «выделенным» производствам были отнесены:

- 1) производства, относящиеся к базовым отраслям и являющиеся «узким местом» в промышленной структуре;
- 2) производства, играющие ключевую роль с точки зрения осуществления экспорта, а также выполняющие функцию импортозамещения. Кроме того, такие сферы должны были вносить большой вклад в развитие других отраслей;
- 3) производства, рационализация которых оказывает значительный эффект на расширение производства или снижение издержек производства;
- 4) высокодоходные производства с высокой экспортной квотой, внедрение нового оборудования на которых способно существенно повысить международную конкурентоспособность их продукции;
- 5) производства, срочная рационализация и модернизация которых необходима для развития промышленности в целом;
- 6) производства, в которых большая часть оборудования требует немедленной модернизации;
- 7) производства, обладающие большими потенциальными возможностями для модернизации своего оборудования.

В конечном итоге на основе этих критериев было отобрано 32 вида производств и суботраслей<sup>4</sup>.

При этом проводился тщательный отбор предприятий — объектов политики, обеспечивалась комплексность подходов, предполагающая концентрацию средств и ресурсов (причем не только на предприятиях

---

<sup>4</sup> Japan External Trade Organization, 2007; НИИ промышленной политики; НИИ национальной экономики. Токио, 1995.

## *Об антикризисных мерах*

---

приоритетных производств, но и в смежных сферах); одновременное задействование различных политических инструментов, а также налаживание механизма постоянного мониторинга для своевременной корректировки такой политики.

Наиболее полное определение указанной политики дается в специальном издании Министерства внешней торговли и промышленности Японии «Белая книга по политике рационализации промышленности» (1957 г.). Ее содержание сводится к четырем основным направлениям:

- 1) рационализация предприятий, т.е. адаптация новой производственной техники, инвестиции в новое оборудование и производственные мощности, контроль за качеством, снижение издержек, внедрение новых методов управления и совершенствование управляемого контроля;
- 2) рационализация предпринимательской среды, включая размещение промышленных предприятий, обустройство земельных участков, водо-, газо- и электроснабжения, коммуникационной и транспортной инфраструктуры;
- 3) рационализация отраслей промышленности, означающая создание условий для всех предприятий отрасли, обеспечивающих справедливую конкуренцию или взаимное сотрудничество в рамках картелеподобных соглашений;
- 4) рационализация промышленной структуры в целом в целях достижения международных стандартов конкурентоспособности.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Для того чтобы обеспечить реальное выполнение поставленных задач, широко использовались различные рычаги и механизмы поддержки и стимулирования.

Так, применялась система ценовых субсидий, которые использовались в первую очередь применительно к приоритетным производствам. Помимо прямых субсидий из бюджета применялись льготные кредиты государственных банков. В свою очередь, коммерческие банки были также фактически обязаны предоставлять кредиты приоритетным отраслям. При этом для снижения рисков такого кредитования коммерческим банкам предоставлялись гарантии центрального банка, а также принимались векселя для переучета. Помимо этого Банк Японии использовал прямое кредитование японских коммерческих банков (только в 1950 г. размер займов составил около 270 млрд иен) и практику удешевления кредитов через снижение процентных ставок. Эти подходы широко применяются ведущими странами, такими как США, Япония, и в настоящее время.

При этом на коммерческие банки налагались нормативы и лимиты по объемам и направлениям предоставляемых им средств (в том числе обозначался перечень сфер «предпочтительного кредитования» вновь в увязке с намеченными приоритетами).

В случае нарушений банки лишались возможности впредь и на прежних условиях получать такие ресурсы в ЦБ.

Напомним, что в США по некоторым видам деятельности схожая логика применяется до сих пор (!), в частности в соответствии с Законом об общинных реинве-

### *Об антикризисных мерах*

---

стициях — «Community Reinvestment Act», который мы рассматривали выше.

Приоритетные предприятия получали разрешение выпускать векселя, которые могли учитываться или переучитываться ФРС. Также такие бумаги могли использоваться для получения заимствований на относительно более льготных условиях.

К предприятиям, занятым в этих производствах, применялся особый режим в отношении налогового обложения, кредитования, распределения валютных средств, импортных квот и тарифов и т.д. В то же время обратной стороной таких льгот было довольно жесткое вмешательство государства в их производственную и коммерческую деятельность. Предприятия, получающие эти привилегии, становились объектом скрупулезного мониторинга и контроля со стороны курирующих ведомств. Они должны были брать на себя обязательство в течение определенного периода обеспечить достижение нормативных показателей в отношении либо объемов выпуска продукции, либо снижения издержек производства, либо установленного уровня рентабельности (либо все вместе). Правительство получало широкие контрольные полномочия в отношении приоритетных предприятий, в том числе, в частности, право контроля над их инвестиционными и капитальными программами.

Одновременно осуществлялся строгий контроль за движением капиталов, валютными операциями и внешней торговлей. В докладе японского Института промышленной политики и Института национальной экономики подчеркивалось, что «успех в деле либерализации экономики может быть обеспечен только при условии

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

введения на начальном этапе жесткого административного контроля»<sup>5</sup>. Впоследствии, однако, японские регуляторы были вынуждены пойти навстречу требованиям международных участников, которые хотели видеть японские рынки более открытыми и менее зарегулированными. Чтобы обеспечить свое необходимое присутствие на внешних рынках, Япония должна учесть требования других стран и в ответ на предоставляемую возможность доступа на их рынки либерализовать свои внешнеэкономические операции и рынки капиталов. При этом такая либерализация проводилась крайне выверенно и небыстро. В частности, либерализация процентных ставок заняла 15 лет, а валютные операции и операции по движению капиталов либерализовывались свыше 30 лет.

По оценкам японских экспертов, «Япония смогла отодвинуть во времени открытие рынков и производств, не готовых к внешней конкуренции, и тем самым избежать многих негативных последствий»<sup>6</sup>.

### **Возможности использования опыта послевоенных реформ в Японии**

Политика открытия внутреннего рынка началась, когда экономика находилась на подъеме, т.е. в условиях внутренней макроэкономической стабильности. В целом соблюдался общий принцип очередности осуществления либерализации: от товарных сделок к сделкам с

---

<sup>5</sup> НИИ промышленной политики; НИИ национальной экономики. Токио, 1995. С. 37.

<sup>6</sup> Там же. С. 169.

## *Об антикризисных мерах*

капиталом. Другими словами, сначала либерализация проводилась в области внешней торговли, а затем в сфере валютных операций и движения капитала<sup>7</sup>.

**ТАБЛИЦА 3.1  
ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ СЧЕТА КАПИТАЛА В ЯПОНИИ**

1964	апрель	Япония принимает обязательства согласно ст. VIII Устава МВФ. Япония становится членом ОЭСР.
1968	Февраль	Введен контроль по конвертированию иены с целью ограничения обмена иностранных валют на иену и внутренних инвестиций в иенах.
1971	Июль	Отменен верхний предел покупки иностранных ценных бумаг инвестиционными трастами и страховыми компаниями.
	Август	США приостановили обмен долларов на золото (вследствие краха Бреттон-Вудской системы).
	Декабрь	Паритет МВФ изменен на 308 иен/долл. США и расширен диапазон на +/−2,5%.
1972	Февраль	Либерализована покупка иностранных ценных бумаг банками.
	Март	Либерализована покупка иностранных ценных бумаг коммерческими банками.
	Июнь	Либерализованы прямые инвестиции за рубеж.

<sup>7</sup> Важно также, что плановый характер проведения либерализации: программы открытия отдельных секторов и сегментов внутреннего рынка для внешней конкуренции с указанием конкретных сроков их проведения были разработаны, согласованы и доведены до сведения соответствующих заинтересованных участников заранее (за несколько лет до начала реализации самой политики). Это давало время и возможность для составления собственных планов проведения необходимых подготовительных мероприятий.

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

*Продолжение табл. 3.1*

1973	Февраль	Введен режим свободного плавания курса валюты.
	Май	Либерализованы внутренние прямые инвестиции за исключением пяти категорий бизнеса.
	Декабрь	Частично облегчен контроль за банками по обменным операциям с иенами (нерезидентам разрешено иметь счета в иенах за исключением внутри-организационных счетов).
1974	Январь	Введены добровольные ограничения для сбалансированности нетто иностранных инвестиций банков, компаний по ценным бумагам, инвестиционных трастов и страховых компаний.
1976	Ноябрь	Облегчены условия выдачи внешних долгосрочных кредитов банков.
1977	Март	Отменены добровольные ограничения, касающиеся инвестиций банков в иностранные ценные бумаги.
	Июнь	Разрешено приобретение иностранных акций и облигаций резидентами, принадлежащими иностранным компаниям.
		Отменено регулирование открытых нетто позиций резидентов.
1979	Январь	Ослаблено регулирование покупки облигаций, номинированных в иенах (за исключением облигаций, оставшийся срок погашения которых более одного года) для нерезидентов.
	Май	Либерализованы сделкиrepo для нерезидентов.
		Начало выпуска обеспеченных облигаций.
	Июнь	Введены краткосрочные целевые кредиты и отменено регулирование долгосрочных целевых кредитов.

*Об антикризисных мерах*

---

*Продолжение табл. 3.1*

1980	Декабрь	Вступил в силу новый закон о валютном контроле и контроле над внешнеторговыми операциями.
1984	Апрель	Отменен ряд ограничений по проведению форвардных валютных операций.
	Июнь	Отменено регулирование конвертации средств, номинированных в иностранных валютах в иены. Либерализована выдача резидентам кредитов в иенах на внешних рынках.
1985	Октябрь	Либерализованы ставки на долгосрочные депозиты.
1986	Декабрь	Создан японский офшорный рынок.
1993	Июнь	Полностью либерализованы ставки на срочные депозиты.
1994	Октябрь	Либерализованы ставки на депозиты до востребования (за исключением текущих счетов).
1995	Июнь	Сняты количественные ограничения на создание новых филиалов банками.
	Август	Отменены ограничения на оборот облигаций, номинированных в иенах, выпускаемых нерезидентами на внешних рынках.
1996	Ноябрь	Объявлена реформа рынка капитала (Big-Bang).
1997	Декабрь	Снят запрет на финансовые холдинговые компании.
1998	Апрель	Вступил в силу пересмотренный закон о валюте и внешней торговле. Либерализовано трансграничное движение капиталов.
	Сентябрь	Разрешена секьюритизация кредитов.

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Продолжение табл. 3.1

	Декабрь	Полностью либерализован рынок деривативов на акции.
		Разрешена продажа инвестиционных трастов банками.
		Расширено определение «ценных бумаг» («securities»).
2001	Апрель	Частично разрешена продажа банками продуктов страхования на внебиржевых рынках

Источник: Bank of Japan, Dec. 2003.

Подходы к реализации промышленной политики должны быть адекватны задачам, стоящим перед экономикой. **Крайне важно, чтобы решение текущих антикризисных мер не заслонило долгосрочного понимания того, какой должна быть Россия после выхода из кризиса.**

Крайне важно, чтобы решение текущих антикризисных мер не заслонило долгосрочного понимания того, какой должна быть Россия после выхода из кризиса.

Иначе, как и в 1990-е годы, можно спуститься к разговорам об «ограниченных возможностях» экономики, о ценах на нефть, о необходимости дальнейшего обесценивания национальной валюты и поиска некоторого числа лишь высокоеффективных и быстроокупаемых проектов, которые и будут означать промышленную политику. Поэтому нынешние усилия по формированию но-

## *Об антикризисных мерах*

вых подходов к «экономике знаний» (Сколково и др.) внушают оптимизм, что при правильном и взвешенном подходе государственная промышленная политика сможет играть реальную системообразующую роль при выработке важнейших направлений долгосрочного развития страны.

### **Некоторые особенности проведения антикризисных мер**

Развитие событий выяснило еще один важный вопрос — как осуществлять монетизацию экономики и пополнение финансовыми ресурсами в условиях открытости и либерализации движения капиталов?

Развитие событий выяснило еще один важный вопрос — как осуществлять монетизацию экономики и пополнение финансовыми ресурсами в условиях открытости и либерализации движения капиталов?

В условиях, когда национальная валюта может свободно конвертироваться и переводиться в другие страны, проблема поддержания национальной ликвидности на уровне, адекватном для осуществления необходимых экономических операций, становится крайне актуальной.

Российские тенденции роста ликвидности в конце 2008-го—начале 2009-го годов сопровождались сокращением золотовалютных резервов, увеличением оттока капиталов, что вызвало обесценение рубля и в конечном

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



итоге обусловило сокращение денежной массы (рис. 3.5). Для торможения процесса перетока рублей на валютный рынок Банк России рекомендовал участникам рынка сохранять определенные размеры своих валютных средств неизменными, не уменьшая их, и обещал учитывать соблюдение таких рекомендаций при принятии им решений в случае обращения банков за беззалоговыми кредитами.

Ранее имелся опыт более жесткого использования схожих (по крайней мере по своей общей философии) подходов, когда после кризиса 1998 г. российский рынок был крайне тур-

*Рис. 3.5. Монетизация российской экономики в условиях открытости*

Источник: ЦБ РФ.

### *Об антикризисных мерах*

---

булентен и нервозен и действия его участников могли оказать еще больший негативный эффект на валютный сегмент (при том что курс рубля и без того существенно обесценился). В тот период для недопущения давления на курс валюты и для предотвращения ее оттока была введена так называемая «нулевая валютная позиция по конверсионным операциям»<sup>8</sup>. Эта мера существенно ограничивала нетранзакционный (отличный от обеспечения внешнеторговой деятельности клиентов, бесперебойной работы обменных пунктов и операций с банковскими картами) спрос банков на валюту. Фактически на конец операционного дня участники валютного рынка не могли иметь больше валюты, чем в начале дня (если речь шла о валюте, которая не была связана с обслуживанием внешнеторговых контрактов, а была приобретена чисто как страховой актив или для спекулятивных целей). При всей жесткости этой меры она позволила удержать рынок от дальнейшего падения, а затем, когда ситуация стабилизировалась, эта мера была отменена.

В более широком плане — для многих стран возникает вопрос о регулировании финансовых потоков, причем как в международном, так и внутриэкономическом аспектах.

В этой же связи на международном уровне, естественно, ставятся вопросы о соблюдении национальных приоритетов при использовании средств налогоплательщиков. «От финансовых институтов все больше ожидается обслуживание внутренних интересов и возникает

---

<sup>8</sup> Указание ЦБ РФ № 367-У от 23 сентября 1998 г.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

своего рода “финансовый национализм”, — подчеркивалось председателем Банка Японии на конференции ФРС в августе 2009 г.<sup>9</sup>

Даже такие представители «финансового нейтралитета», как Швейцария, использовали с началом кризиса набор мер по стимулированию своих банков к более интенсивному кредитованию именно внутренних проектов по сравнению с внешними.

### *О протекционизме*

Все чаще страны указывают на риск протекционизма, вероятность которого возрастает в условиях финансовых трудностей. Если международные «правила игры» требуют неких заверений о недопустимости таких подходов, то на более прикладном уровне оценки не столь однозначны. Говоря о международном регулировании, министр финансов США Т. Гайтнер заявил, что регулирование — это уверенная прерогатива: «Мы не намерены уступать кому-либо ответственность за определение баланса стабильности и эффективности, который необходим для наших рынков»<sup>10</sup>. Вслед за принятыми декларациями «двойчатки» в Питтсбурге, в которых говорилось о важности борьбы с протекционизмом, Соединенные Штаты принимают меры, ограничивающие торговлю с Китаем в области поставок автомобильных шин, что, очевидно, может вызвать ответные шаги и привести к новому витку торговых конфликтов. В целом, как справедливо

---

<sup>9</sup> Shirakawa M. International Policy Response to Financial Crises. Remarks at the Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. Aug. 22. 2009. P. 5.

<sup>10</sup> Financial Times. 30.03.2009.

## *Об антикризисных мерах*

---

подчеркивал А. Гринспен, «нельзя иметь свободную мировую торговлю, когда сильно зарегулированы национальные рынки»<sup>11</sup>. Учитывая, что роль регулирования и государства в целом в развитых и развивающихся экономиках в условиях кризиса возросла, возможности протекционистских решений становятся более весомыми.

При этом если еще до эпохи глобализации основной акцент делался на внешнюю торговлю, то в новых условиях главными становятся финансовые потоки и инвестиционная сфера. Именно поэтому столь большое внимание уделяется обеспечению беспрепятственного движения капиталов, необходимости институционального обеспечения этих процессов (присутствия иностранных банков в экономиках).

Хотя все формы глобальной интеграции и либерализации в принципе должны отвечать интересам всего международного сообщества, они фактически созданы и инициированы развитыми странами в целях усиления своего глобального присутствия.

И в сухом остатке (если отбросить идеологические составляющие и аргументы о равенстве получаемых преимуществ и т.п.) все эти механизмы и институты очевидно направлены на обеспечение внешней экспансии стран-основателей и в первую очередь отвечают именно их интересам. Исторически находясь в позиции более сильных, они были изначально заинтересованы в беспрепятственном вхождении на рынки более слабых стран. Так называемые «равные условия конкуренции», о необходимости которых говорят развитые государства, фактически создают преимущества для более сильных стран, которые даже в формально равных условиях реально имеют преиму-

---

<sup>11</sup> BBC. 08.09.2009.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

щества<sup>12</sup>. Причем когда речь идет о необходимости закрытия собственных рынков, то развитые страны часто готовы идти на это, несмотря на то что это противоречит их пожеланиям для остального мира.

Именно поэтому эти страны в первую очередь оказывают постоянный прессинг относительно глобальной либерализации.

В декларации «двадцатки» говорится о противодействии протекционизму, причем отдельно указывается на недопущение финансового протекционизма, и особенно мер, ограничивающих мировое движение капиталов, в первую очередь в развивающиеся страны<sup>13</sup>.

Очевидно, что эмитируемые средства будут искать сфер своего приложения в новых условиях, и для их держателей очевидно желательно, чтобы возможности использования средств не были бы ограничены. Рынки развивающихся стран представляют немалый потенциал для такого использования, и они уже видят риски перетоков глобальной ликвидности, начиная вводить ограничительные меры по движению капиталов.

Рынки развивающихся стран уже видят риски перетоков глобальной ликвидности, начиная вводить ограничительные меры по движению капиталов.

Понятно, что в таких условиях можно ожидать и приток средств на фондовый рынок с последующим ростом (хоть не исключено, что не очень надолго) его котировок, так же как и приток более долгосрочных инвестиционных ресурсов. В то же время для потенциальных получателей

<sup>12</sup> Подробнее см.: Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005.

<sup>13</sup> G-20, «The Global Plan for Recovery and Reform». 2 April 2009.

## *Об антикризисных мерах*

важно более взвешенно оценивать притекающие 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 репатриации<sup>14</sup>.

В ведущих странах приток и пребывание иностранных ресурсов в стране 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 при его создании также входили министр обороны, министр национальной безопасности, генеральный прокурор, директор национальной разведки, государственный секретарь<sup>15</sup>. Это говорит о том, что в условиях новых рисков данная проблема имеет геоэкономический и стратегический характер.

Комитет по иностранным инвестициям в США регулирует приток инвестиций в страну. В его состав наряду с четырьмя экономическими министрами при его создании также входили министр обороны, министр национальной безопасности, генеральный прокурор, директор национальной разведки, государственный секретарь. Это говорит о том, что в условиях новых рисков данная проблема имеет геоэкономический и стратегический характер.

Очевидно также и то, что в целом поддержка, оказываемая американскими регуляторами, в первую очередь финансовому сектору, может означать выталкивание

<sup>14</sup> Например, Китай в условиях кризиса увеличил срок, по истечении которого иностранные инвесторы могут продавать акции китайских банков, до 5 лет.

<sup>15</sup> Впоследствии состав комитета видоизменялся, сохраняя, однако, в целом «силовое присутствие».

проблем за его пределы и их возможную трансформацию в сложности общеэкономического плана для всей экономики. Кроме того, на следующем этапе развития экономических процессов с большой степенью вероятности можно допустить трансформацию этих внутриэкономических проблем американской экономики в 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.

Очевидно при этом и то, что межстрановая координация, необходимость которой крайне важна и желательна для повышения конечного эффекта совместных антикризисных шагов, будет наталкиваться на те действия, которые предпринимаются ведущими странами (в первую очередь теми, чья валюта свободно конвертируема) в одностороннем порядке.

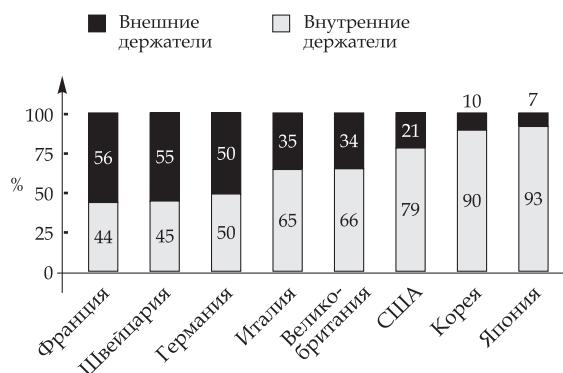
Более того, в целом с точки зрения возможностей доступа на рынки финансовых услуг даже в промышленно развитых странах либерализация доступа на их рынки происходила тогда, когда эти страны достигли высокого и стабильного уровня экономического развития. Как известно, в Японии реальная либерализация финансового сектора стала осуществляться лишь во второй половине 1990-х годов. К этому периоду японская экономика устойчиво занимала вторые позиции в группе промышленно развитых стран мира (при этом даже после такой либерализации доля иностранных банков в японской банковской системе не превышает 5–6%). Еще к середине 2000-х годов сохранялись невысокими показатели иностранного участия и на других сегментах японского финансового рынка. Доля всех иностранных прямых инвестиций в ВВП Японии не превышала 2% к 2004 г., а объем

## Об антикризисных мерах

иностранным присутствия на японском рынке акций составил к 2004 г. около 2%<sup>16</sup>.

Позднее эти уровни значительно выросли, однако японские банки по итогам кризиса чувствовали себя вполне благополучно из-за осторожного участия в глобальных инновациях. На них отразилось общееэкономическое ухудшение положения из-за зависимости экономики от внешних рынков. В целом же, по оценкам ОЭСР, «японские банки в значительной степени избежали прямого воздействия мирового финансового кризиса, благодаря ограниченной зависимости от иностранных токсичных активов, маленькой роли секьюритизации, особенностям регулирующих подходов»<sup>17</sup>.

Аналогично, среди инвесторов в инструменты частного и государственного долга Японии преобладающие позиции занимают **внутренние** участники рынка (рис. 3.6).



*Рис. 3.6. Долг частного и государственного секторов: структура по держателям (%)*

Источники: Haver Analytics; McKinsey, Jan. 2010.

<sup>16</sup> Ministry of Finance, Japan, December 2004.

<sup>17</sup> OECD, Economic Survey of Japan, December 2009.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

По мнению английского журнала «Экономист», Япония «хорошо освоила искусство открываться на ее условиях»<sup>18</sup>. А политика опоры на собственные силы, а не на иностранные инвестиции, защита национальных компаний и банков позволили ей «достичь одной из основных целей — **финансовой независимости**»<sup>19</sup> (выделено нами. — M.E.).

Япония хорошо освоила искусство открываться на ее условиях, что позволило ей достичь одной из основных целей — финансовой независимости.

В самих внутриэкономических особенностях различных стран при всех различиях также возникают схожие процессы фактической сегментации финансовых потоков, когда эти 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 часто требовалось вмешательство и поддержка центральных банков для возобновления его работы. Сами финансовые ресурсы часто не доходили до реальной экономики, а если и доходили, то могли использоваться получателями не в производственных, а в финансовых целях (например, для покупки валюты).

Напомним, что на более ранних этапах российская и советская экономики сталкивались с сегментацией финансовых потоков, которая обуславливала либо регули-

---

<sup>18</sup> The Economist. 2003. July 12th. P. 20–22.

<sup>19</sup> Там же.

## *Об антикризисных мерах*

---

ирующими причинами (в том числе разграничением безналичного и наличного денежного оборота с ограничениями по переходу из одной формы в другую — как это имело место, например, в СССР), либо условиями на рынке. Последнее имело место в предкризисный период второй половины 1990-х годов, когда при низкой монетизации экономики имеющиеся свободные денежные ресурсы шли не в реальный сектор, а на рынок ГКО-ОФЗ, еще больше обостряя проблему денежной трансмиссии и перетока денежных ресурсов. К самой денежной массе можно было при этом отнести как традиционные денежные элементы, так и суррогаты, бартер, неплатежи, восполнявшие реальное сжатие денежных ресурсов.

В таких условиях необходимо 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 отраслевому или территориальному перетоку средств. Возможно предоставление дополнительных ресурсов с последующим «целевым обременением», определяющим характер использования ресурсов.

Напомним в этой связи опыт японских регуляторов, которые установили так называемое правило «5-3-3-2» для своих участников финансового рынка (включая пенсионные фонды и других крупных инвесторов), которое фактически предписывало структуру их инвестиционного портфеля по различным инструментам вложений.

Важным инструментом целевого направления ресурсов может быть использование при рефинансировании в Центральном банке корпоративных бумаг, векселей предприятий и других инструментов (качество которых должно соответствовать необходимым критериям). Такие механизмы, во-первых, должны обеспечить поступление средств в соответствующие отрасли, во-вторых, будут способствовать перетоку ресурсов в регионы (если эти предприятия находятся в регионах) и, в-третьих, диверсифицируют сами инструменты финансового рынка, увеличивая его глубину.

Одним из важнейших механизмов предоставления ликвидности экономики являются механизмы рефинансирования. Еще до кризиса мы неоднократно указывали на необходимость совершенствования этих механизмов. Однако потребовался именно кризис, чтобы подтолкнуть регуляторов к использованию подходов, необходимость которых была очевидна и в обычных условиях.

### **О рефинансировании и задачах экономического развития**

(к Заседанию Комиссии по банкам  
и банковской деятельности РСПП) март 2007 г.<sup>20</sup>

Механизмы денежно-кредитной политики следует максимально сориентировать на решение задач, стоящих перед российской экономикой в усло-

---

<sup>20</sup> Ершов М.В. О реформировании и задачах экономического развития (к Заседанию Комиссии по банкам и банковской деятельности РСПП). Март 2007 г.

## *Об антикризисных мерах*

---

виях жесткой международной конкуренции и необходимости прогрессивных структурных преобразований.

В настоящий период, когда благоприятная конъюнктура обеспечивает достаточную ликвидность на рынке, для банков действительно проще получить необходимые средства на межбанковском рынке, не обращаясь к возможностям рефинансирования.

В то же время, учитывая изменчивость конъюнктуры, а также принимая во внимание системный характер стоящих перед экономикой проблем и возникающие внешние риски, необходимо максимально использовать появившийся запас времени для отладки механизмов, которые обеспечат бесперебойное функционирование экономики в менее благоприятных условиях в будущем.

Механизмы рефинансирования и формирования денежного предложения играют при этом первостепенную роль.

Представляется целесообразным уделить особое внимание следующим вопросам.

1. Необходимо более полно использовать возможности рефинансирования, активизировать механизмы предоставления ликвидности, расширив возможности и цели такого использования и приблизив их к обеспечению структурных и региональных приоритетов.

2. Представляется, что задача в целом должна включать в себя:

- 1) оперативное обеспечение текущей ликвидностью, в том числе в случае чрезвычайного (кризисного) развития событий на рынке;
- 2) расширение возможностей формирования длинных ресурсов;
- 3) обеспечение целевого направления ликвидности в приоритетные сферы.

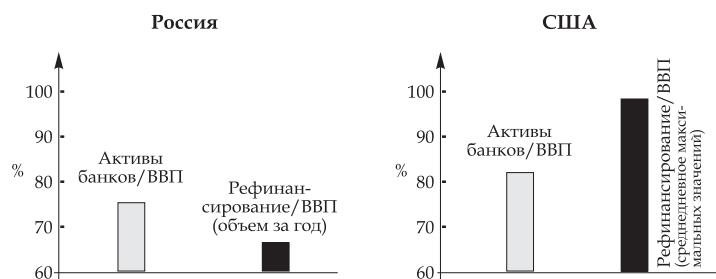
3. Механизмы рефинансирования должны играть важную роль в регулировании текущего уровня ликвидности банковской системы. Это особенно актуально в периоды, когда отмечается напряжение на рынке (как это было в мае-июне 2004 г.), и необходимо быстро расширить возможности доступа к финансовым ресурсам для уменьшения напряжения и недопущения полномасштабного кризиса.

Именно такие механизмы использовались, в частности ФРС США, когда уже на следующий день после событий 11 сентября 2001 г. объем финансовых ресурсов, полученный американскими банками через механизмы «дисконтного окна», возрос по сравнению с обычными днями более чем в 200 (!) раз.

Принимая во внимание большую открытость российской экономики и возникающие в связи с этим трансграничные риски, необходимо предусмотреть использование чрезвычайных механизмов, обеспечивающих мгновенную ликвидность по приемлемым ценовым параметрам и облегченным процедурам.

## Об антикризисных мерах

4. При том что в условиях кризиса объемы рефинансирования существенно возросли, их масштабы по-прежнему значительно меньше, чем в экономиках развитых стран. Причем меньше не только в абсолютных значениях (это было бы понятно, учитывая различия в масштабах самих банков), но и в относительных сопоставлениях.



*Рис. 3.7. Рефинансирование в 2009 г. (% к ВВП)*

Рассчитано по данным ЦБ РФ, US Fed, BEA.

Причем максимальные среднедневные значения объемов рефинансирования в США были в относительных значениях такими же, как значения для российской финансовой системы **за год**.

Максимальные среднедневные значения объемов рефинансирования в США были на отдельные даты такими же, как значения для российской финансовой системы **за год**.

Для быстроты принятия решения речь на первом этапе может идти о быстром доступе к ликвидности со стороны 25–30 системообразующих

банков, платежеспособность которых обеспечивает антикризисный характер всей системы и через которые будет обеспечен необходимый уровень ликвидности на межбанковском рынке, распространив затем эти подходы и на остальных участников.

В целом, необходимо совершенствовать механизмы получения средств в режиме on-line, уменьшая неоправданные административные и иные барьеры.

5. Целесообразно рассмотреть возможность дальнейшего расширения перечня бумаг, принимаемых в залог Банком России. Речь, в частности, должна идти о корпоративных облигациях и векселях крупных компаний с высокими рейтингами, полученными от международных рейтинговых агентств, а также региональных бумаг. Это будет способствовать более равномерному формированию ликвидности, ее притоку в неэкспортные отрасли и в регионы-эмитенты, в целом способствуя территориальному и межотраслевому перетоку средств. Кроме того, это в целом увеличит ликвидность финансового рынка и будет способствовать повышению его стабильности.

6. С учетом стоящих перед экономикой задач по поддержке прогрессивных структурных изменений необходимо приблизить возможности рефинансирования к решению указанных задач, предусмотрев включение в ломбардный список кредитных требований банков по приоритетным направлениям развития (ипотека, малый бизнес и др.).

## *Об антикризисных мерах*

---

7. Следует рассмотреть возможность удлинения сроков предоставления средств со стороны Банка России и уменьшения ограничений по получению таких ресурсов.

В настоящее время преобладающая часть средств по рефинансированию выделяется в режиме «овернайт» или внутридневных кредитов. При этом формально существующие возможности получения средств на более продолжительные сроки практически не используются из-за высокой стоимости таких средств в настоящее время, а также значительных сложностей при их получении.

Облегчение условий оформления «длинных» денег даст возможность формировать ресурсы на более системной и устойчивой основе, в целом способствуя удлинению выдаваемых кредитов.

8. В целях расширения возможностей «длинного» кредитования и уменьшения связанных с этим рисков следует также предусмотреть возможность включения в ломбардный список требований банков по «длинным» кредитам. При адекватном формировании нормативной базы производных инструментов, создающих возможность использования оптимальных форм и методов покрытия таких сделок (например, в виде нот, позволяющих дробить общую сумму кредита на части), это значительно увеличит возможности кредиторов рефинансировать на рынке отдельные доли кредита, реализуя такие бумаги (ноты) и обеспечивая тем самым необходимую ликвидность.

9. Необходимо увеличение роли процентных ставок при проведении денежно-кредитной политики, превращая ставки рефинансирования в реально действующий инструмент, что предполагает модификацию ряда подходов и механизмов, в первую очередь денежного предложения.

#### 10. О денежном предложении

Механизмы денежного предложения по сути являются собой более широкие подходы по формированию денежных ресурсов в экономике.

В настоящее время формирование денежной базы рубля (денежного предложения) осуществляется в большой степени на основе притока валютных (в первую очередь экспортных) ресурсов, что консервирует сырьевую структуру российской экономики (о чем подробнее будет говориться ниже).

Указанный подход связан с серьезными рисками:

- во-первых, сохраняется зависимость российской экономики от мировой экономической и политической конъюнктуры;
- во-вторых, консервируется сырьевая ориентация экономики, где главным источником роста и спроса становятся сырьевые отрасли — поставщики валюты;
- в-третьих, перестают работать **ставки рефинансирования**, определяющие цену финансовых ресурсов, и уменьшается возможность денежных властей проводить активную финансовую и денежную политику, влияя таким образом на характер экономического развития и структуру экономики.

Для превращения ставки рефинансирования в реально действующий механизм, формирующий ценовые параметры финансового рынка, необходимо увеличить долю внутреннего компонента при расширении денежной базы, который предполагает формирование денежного предложения в первую очередь на основе внутренних механизмов и инструментов, в большей степени отражающих внутренний спрос на деньги.

Более того, указанные подходы в принципе позволяют, во-первых, обеспечить формирование денежных ресурсов в увязке с задачами структурной политики и, во-вторых, расширять основу для «длинных» ресурсов (как это происходит в развитых странах).

#### **Примечание**

Так, в США и Японии денежная база доллара и иены лишь на 5% формируется на основе золотовалютного компонента. При этом на 70–90% источниками формирования денежной базы являются государственные бумаги (т.е. финансируются бюджетные приоритеты). При этом до 50% указанных объемов представляют собой «длинные» инструменты, по сути означающие предоставление со стороны ФРС и Банка Японии «длинных» кредитов экономике (об этих подходах мы будем говорить позднее. — М.Е.).

Также при формировании денежной базы используются инструменты частного сектора, что позволяет направлять часть ресурсов на финансирование приоритетных программ с участием деловых кругов (более 20% денежного предложения в Японии, например, создается на основе залогов частного сектора).

В итоге первичная монетизация, во-первых, обеспечивает поступление средств на приоритетные задачи; во-вто-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

рых, формируются основы длинных ресурсов в экономике; в-третьих, даются сигналы рынку относительно приоритетов экономической политики (об этом мы будем говорить ниже).

В этой связи необходимо рассмотреть возможности использования подходов развитых стран, увязывающих формирование ликвидности с целевым характером направления средств применительно к российским условиям, учитывая системный и долгосрочный характер проблем, стоящих перед экономикой страны.

11. Как представляется, координация подходов по формированию денежных ресурсов во взаимодействии с решением задач экономической политики увеличит эффективность проводимых преобразований и будет способствовать развитию экономики в посткризисном мире, укрепляя ее позиции в условиях глобальной конкуренции.

Как показали последующие события, ряд предложенных подходов были использованы регуляторами. Причем системные предложения об увязке денежно-кредитных подходов и задач экономической политики вышли на первый план во всех ведущих экономиках мира.

При этом кризисные обострения превратили этот инструмент в важнейший антикризисный стабилизатор, мгновенное и масштабное включение которого позволило существенно успокоить рынки.

## *Об антикризисных мерах*

---

Напомним, что их использование позволяло не разгасить панику. Вновь укажем, что после событий 11 сентября 2001 г. в США для восстановления спокойствия на рынке только уже на следующий день объемы рефинансирования выросли в 200 раз (за 1 день) по сравнению с обычными днями. Это наряду с удешевлением ресурсов, которые в чрезвычайном порядке использовались ФРС (и другими ведущими центральными банками) для поддержки своих финансовых систем в 2001 г. позволило ситуацию стабилизировать.

Сейчас, когда мы вступаем в посткризисный мир, в котором при этом существует большое число рисков и нерешенных проблем, каждая из которых может спровоцировать новые кризисы, и при том что все это происходит в условиях сохраняющейся глобальной открытости, важно четко представлять, могут ли российская финансовая система и банки рассчитывать на столь же мгновенную и масштабную реакцию со стороны своих денежных властей, чтобы погасить кризис в финансовой сфере, если таковой произойдет? Примеры лета-осени 2007 г., а также антикризисных шагов конца 2000-х годов говорят о быстрой реакции регуляторов, но важно, чтобы участники рынка были уверены, что такие шаги — это гарантированная реакция на новые риски и новые вызовы.

Могут ли российская финансовая система и банки рассчитывать на столь же мгновенную и масштабную реакцию со стороны своих денежных властей, чтобы погасить кризис в финансовой сфере, если таковой произойдет?

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Примеры антикризисных шагов конца 2000-х годов говорят о быстрой реакции регуляторов, но важно, чтобы участники рынка были уверены, что такие шаги — это гарантированная реакция на новые риски и новые вызовы.

Аналогичные вопросы возникают в связи со **ставкой рефинансирования**. Речь даже не о том, что в России она продолжает выполнять чисто фискальные функции, следя за рынком, вместо того чтобы его формировать. (А более точным индикатором спроса на деньги являются, скорее, ставки короткихrepo.) Рассматривая этот вопрос, ограничимся лишь констатацией того факта, что ставка пока не может использоваться как мощный инструмент экономической политики (хотя для экономики это было бы крайне важно), в отличие, например, от США, где в целях стимулирования экономики ставка только в начале 2000-х годов снижалась 13 раз, достигнув 1%, в итоге чего и экономика, и **фондовые рынки** возобновили рост (хотя избыток дешевой ликвидности потом и стал в итоге одной из предпосылок кризиса). Будем надеяться, что к увеличению роли ставок рано или поздно придет и российская экономика вследствие изменений экономической ситуации и модификации денежно-кредитного регулирования.

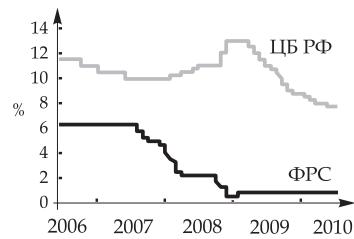
Обратим внимание на некоторые принципиальные вопросы концептуального плана. В приведенном примере ставка рефинансирования сохранялась на уровне ниже темпов инфляции, и для рынка в течение некоторого времени ресурсы по такой цене были доступны. Похожие по своей идеологической направленности

подходы давно используются американскими регуляторами. С 1960-х до начала 2000-х годов в США при осуществлении одного из инструментов рефинансирования — adjustment credit — устанавливались ставки на уровне ниже рыночных. Это давало возможность участникам рынка при соблюдении определенных условий в случае необходимости получать ресурсы по более низкой цене, чем на рынке (причем происходило это как в благополучные годы, так и в периоды значительной инфляции). В 2002 г. использование таких подходов в силу целого ряда причин изменилось. Но до этого **самая мощная банковская и финансовая система мира имела возможность пользоваться столь серьезными инструментами поддержки в течение почти 40 лет!**

В условиях кризиса конца 2000-х годов вновь и в США, и в Японии ставки оставались на низких уровнях.

По пути постепенного снижения ставок пошел и Банк России (рис. 3.8).

Практика показала, что такие вполне конкретные прикладные рычаги особенно важны в условиях экономической открытости. Для реального успеха экономики, функционирующей в условиях глобальной конкуренции, все правильные мысли о повышении качества работы, конкурентоспособности,



*Рис. 3.8. Ставки рефинансирования в США и России (%)*

*Источник:* Fed of New York, ЦБ РФ.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

дисциплине и т.д. должны подкрепляться реальными методами и инструментами экономической деятельности, аналогичными тем, которыми располагают более сильные конкуренты.

Если рефинансирование будет оперативно, а ресурсы, когда это требуется (например, для преодоления негативных тенденций в экономике), будут дешевле, то серьезно расширятся возможности взаимодействия финансового рынка с реальной экономикой.

По нашим оценкам, в США и Японии объемы рефинансирования в среднем в 40–50 раз превышают российские показатели. При этом даже с поправкой на масштабы банковских систем и ВВП объемы рефинансирования в этих странах все равно примерно в 3–5 раз выше, чем в России. Означает ли это, что американские и японские банки менее эффективно управляют ликвидностью? Скорее, развитость системы рефинансирования позволяет американским и японским банкам более эффективно участвовать в экономических процессах, сохраняя за собой возможность в случае необходимости оперативно получать средства через центральные банки (для справки отметим, что соотношение кредиты/ВВП в России составляет примерно 30%, тогда как в США и Японии, соответственно, 80 и 65%).

Возможности рефинансирования следует ориентировать и на достижение общеэкономических целей, обеспечение структурных и региональных приоритетов. Для этого необходимо расширить перечень принимаемых бумаг, включив в него бумаги соответствующих отраслей и территорий. Это обеспечит целевое поступление ликвидности в экономику, с учетом отраслевых и терри-

### *Об антикризисных мерах*

ториальных задач, а также увеличит диверсификацию и емкость самого финансового рынка, в целом делая его более ликвидным и устойчивым.

О необходимости расширения рефинансирования в условиях глобальных рисков мы писали еще до ипотечного кризиса, подчеркивая при этом необходимость рефинансирования как важного инструмента и антикризисной, и структурной политики и ее большую роль для обеспечения текущей операционной деятельности банковской системы.

Причем на начальном этапе кризиса 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.). Было также объявлено о возможном использовании части средств Фонда национального благосостояния и пенсионных накоплений для вложений в российские акции с целью поддержки рынка.

ТАБЛИЦА 3.2  
**НЕКОТОРЫЕ МЕРЫ ПО ПОДДЕРЖКЕ  
ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ  
В ХОДЕ КРИЗИСА 2007–2009 гг.**

Банк России	Минфин
<ul style="list-style-type: none"><li>• Предоставление субординированного кредита Сбербанку (500 млрд руб.)</li><li>• Размещение депозита в ВЭБ для выдачи кредитов организациям (50 млрд долл.)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Размещение беззалоговых кредитов из временно свободных средств федерального бюджета</li><li>• Увеличение лимита депозитных кредитов негосударственным банкам</li></ul>

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

*Продолжение табл. 3.2*

Банк России	Минфин
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Компенсация части убытков на рынке МБК, возникших из-за отзыва лицензии у банка-контрагента</li> <li>• Расширение инструментов рефинансирования</li> <li>• Снижение нормативов обязательных резервов (до 0,5)</li> <li>• Выдача необеспеченных кредитов</li> <li>• Повышение ставок по депозитам в ЦБ РФ</li> <li>• Участие в торгах на фондовом рынке</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рефинансирование ипотечных вкладов АИЖК</li> <li>• Размещение депозита в ВЭБ из Фонда национального благосостояния для выдачи субординированных кредитов (625 млрд руб.)</li> <li>• Поддержка реального сектора через фондовый рынок (175 млрд руб.)</li> <li>• Предоставление средств АСВ для поддержки капитализации банков (200 млрд руб.)</li> <li>• Увеличение гарантий вкладов населения (до 700 тыс. руб.)</li> </ul>

В последующем указанные меры были расширены. Обращает на себя также внимание тот факт, что многие страны использовали в целом схожие между собой подходы для нормализации положения в финансовой сфере (табл. 3.3).

При всем возможном различии подходов в будущем очевидно, что контроль и консолидация финансовой системы в новых условиях потребуют значительного расширения и ужесточения регулирующих подходов для формирования необходимой направленности политики, проводимой финансовыми институтами нового типа.

При этом усиление регулирующих подходов, как представляется, будет идти, во-первых, в силу необходимости исправления отмечающихся нарушений и перекосов на финансовом рынке, во-вторых, с точки зрения контроля над усиливающимся трансграничным аспект-

*Об антикризисных мерах*

том проблемы (со всеми вытекающими геополитическими рисками) и, наконец, в-третьих, с точки зрения формирования более цельной и слаженной системы обеспечения единых подходов при нарастающей сегментации самого финансового рынка и диверсификации его инструментов.

ТАБЛИЦА 3.3

**ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ПО ПОДДЕРЖКЕ  
ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В РАЗНЫХ СТРАНАХ**

	Государственная поддержка финансового сектора	Повышение размеров страхования депозитов	Национализация банковских активов	Планы по покупке «токсичных активов»	Запрет или ограничение «коротких продаж
Франция	X				X
Италия	X	X			X
Германия	X	X		X	X
Великобритания	X	X		X	X
Япония	X				X
США	X	X	X	X	X
Австрия	X	X			X
Швейцария	X	X		X	
Южная Корея	X			X	
Польша	X	X			
Венгрия	X	X			
Россия	X	X			X

Источник: OECD.

Подчеркнем, что сама логика развития финансовой системы на современном этапе делает многие из указанных мер очевидными. Еще в 2007 г. (и ранее) мы предлагали многие из тех подходов, которые были рекомендованы американскими регуляторами в период кризиса 2008–2010 гг.

Так, в предлагаемой программе мер по реформированию системы финансового регулирования в США, которая была подготовлена Министерством финансов США в **марте 2008 г.**, подчеркивается, в частности:

1) необходимость единой координации действий по регулированию различных сегментов финансового рынка, поскольку «нынешняя система финансового регулирования поддерживает отдельные друг от друга регулирующие агентства, которые отвечают за различные сегменты финансового рынка»<sup>21</sup>, что не позволяет осуществлять регулирование на необходимом уровне координации;

2) в дополнение к традиционным функциям ФРС (Центрального банка), которые, напомним, включают в том числе и вопросы поддержания уровня занятости и экономического роста, предлагается дальнейшее расширение ее функций с точки зрения обеспечения стабильности всего финансового рынка, а также всей финансовой системы<sup>22</sup>;

---

<sup>21</sup> US Treasury, Henry M. Paulson, «Blueprint for a modernized financial regulatory structure». March 2008. P. 4.

<sup>22</sup> Там же. Р. 15.

## *Об антикризисных мерах*

- 3) в выступлении министра финансов США Полсона перед Конгрессом **10 июля 2008 г.** говорилось о необходимости предоставления регуляторам «дополнительных чрезвычайных полномочий для ограничений временных рыночных нарушений»<sup>23</sup>;
- 4) необходимость «усиления капитализации финансовых институтов различного масштаба»<sup>24</sup>.

Примерно такие же подходы предлагались нами еще раньше.

М. Ершов (2007): 1. «Финансовая система уже не может рассматриваться как набор секторов, у каждого из которых есть свои «локальные» цели развития и автономные принципы регулирования. Необходимы единые принципы и подходы, обеспечивающие укрепление фундамента финансовой системы... Это предполагает многогранную и скоординированную работу всех регуляторов и участников рынка»<sup>25</sup>.

2. «[...] должен стать реальным кредитором последней инстанции, от своевременности и правильности действий которого будут зависеть и устойчивость **финансовой сферы**, и развитие всей экономики»<sup>26</sup>.

<sup>23</sup> US Treasury, Opening Statement by Henry M. Paulson. July 10. 2008. P. 30.

<sup>24</sup> US Treasury, Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Financial Markets Update, October 8. 2008. P. 2.

<sup>25</sup> Ершов М.В. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? // Вопросы экономики. 2007. № 12. С. 26.

<sup>26</sup> Там же. С. 26.

«Необходимо рассмотреть вопрос о расширении функций ЦБ...»<sup>27</sup>.

«Инструменты денежно-кредитной политики должны использоваться также в целях стабилизации положения на **фондовом рынке**»<sup>28</sup>.

3. Необходима разработка «механизмов и рычагов “чрезвычайного” характера, которые можно быстро привести в действие при наступлении кризисных событий»<sup>29</sup>.

4. (2006): Важно «укрепление банковского сектора как основы финансовой системы, рост его капитализации»<sup>30</sup>.

В целом, по оценкам МВФ, несмотря на некоторые успехи в области рекапитализации банков, рынки остаются хрупкими, сохраняются опасения потерь и замедления экономического роста, условия выдачи кредитов в развитых странах останутся жесткими<sup>31</sup>.

Важнейшим является вопрос о капитализации банков, как с точки зрения повышения их устойчивости, необходимой для устойчивости экономики в целом, так и в плане более активного участия банков в кредитовании и инвестициях. В техническом аспекте этот вопрос важен также с учетом проблемы кредитного плеча

---

<sup>27</sup> Ершов М.В. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? // Вопросы экономики. 2007. № 12. С. 26.

<sup>28</sup> Там же. С. 26.

<sup>29</sup> Там же. С. 25.

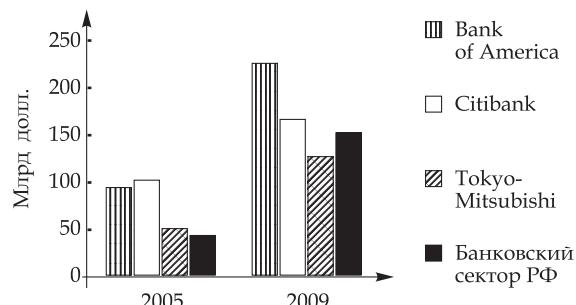
<sup>30</sup> Ершов М.В. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12. С. 35.

<sup>31</sup> World Economic Outlook [update], IMF, July 2008.

(leverage), решение которой во многом зависит от уровня капитала банков.

### **Монетизация экономики и капитализация российских банков**

Уровень капитализации российских банков много-кратно меньше, чем у ведущих финансовых институтов развитых стран. Капитал любого крупного западного банка сопоставим с капиталом всей российской банковской системы (а часто и превышает этот уровень). И хотя уровень капитала постепенно повышается, разрыв по-прежнему сохраняется и остается значительным (рис. 3.9).



*Рис. 3.9. Капитал крупных банков и российской банковской системы (млрд долл.)*

Построено по данным ЦБ РФ, US Fed, Bank of Tokyo-Mitsubishi.

Низкий уровень капитализации банковской системы России — это проблема, которая унаследована еще из 1990-х годов и является следствием проводившихся тогда так называемых рыночных реформ.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Отмечавшееся тогда падение промышленного производства, низкие темпы роста ВВП, уменьшение объема инвестиций, высокая инфляция, уменьшение прямого государственного участия в увеличении капитала банковской системы, ряд других факторов обусловили низкий уровень капитализации.

В более фундаментальном плане представляется, что важнейшую роль сыграли некоторые денежно-кредитные и финансовые факторы, которые не только затормозили капитализацию (а также связанные с этим процессы — инвестирования, кредитования и т.д.), но создали благоприятные предпосылки для наступления кризиса 1998 г. Более того, в результате сложившихся перекосов были сформированы условия, которые много позже — в конце 2000-х годов — обострили воздействие ипотечного кризиса на российскую экономику.

### **О сжатии денежной массы: старые риски в новых условиях**

Радикальное сжатие реальной денежной массы в России в первой половине 1990-х годов в результате проводившейся либерализации цен привело к тому, что рост цен многократно обогнал увеличение денежной массы.

В начале 90-х годов цены (причем и потребительские, и индекс-дефлятор ВВП) выросли в несколько тысяч раз, а денежная масса — в несколько сот раз, т.е. произошло реальное, почти **десятикратное, сжатие денежной массы** (табл. 3.4, рис. 3.10).

Цены выросли в несколько **тысяч раз**, а денежная масса — в несколько **сот раз**, т.е. произошло реальное, почти **десятикратное, сжатие денежной массы**.

**ТАБЛИЦА 3.4  
ПОКАЗАТЕЛИ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ  
ЗА 1991–1998 гг., РОССИЯ**

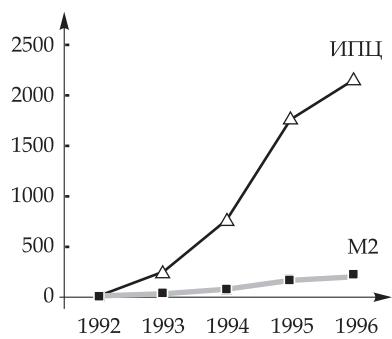
	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1998 г.*
M2, трлн руб.	1,32	8,55	38,26	103,83	220,8	452,5
Годовой прирост номинального M2, %	214,3	547,7	347,5	171,4	112,7	21,0
M2, трлн руб. в ценах 1991 г.	1,32	0,53	0,24	0,16	0,12	0,13
Индекс-дефлятор ВВП, раз (1991 г. = 1)	1	16	157	645	1808	4281

\* Без учета деноминации.

Рассчитано по данным ЦБ РФ и Госкомстата.

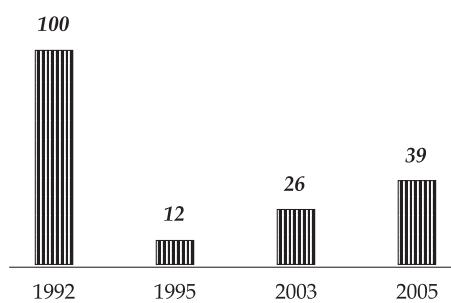
Ситуация еще более усугубилась тем, что в результате политики приватизации на денежную массу, которая до этого традиционно обслуживала текущие операции (расчеты между предприятиями, операции на потребительском рынке и т.д.), возникла дополнительная нагрузка по обслуживанию и обеспечению ликвидности принципиально нового сегмента рынка — акций, облигаций и т.д., ранее не являвшихся объектами сделок, а потому не обслуживавшихся денежной массой.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 3.10. Индексы потребительских цен и M2 в 1992–1996 гг., Россия (1992 г. = 1)*

Рассчитано по данным ЦБ РФ, Росстата.



*Рис. 3.11. Сжатие реальной денежной массы (M2) в 1992–2005 гг., Россия (1992 г. = 100%)*

Рассчитано по данным ЦБ РФ.

Поскольку приток дополнительных активов на рынок не сопровождался адекватным приростом в объеме денежной массы, то очевидно, что возникновение новых объектов купли-продажи, во-первых, привело к еще большей нагрузке на денежную массу и, во-вторых, обусловило недооценку самих продаваемых активов, равно как и недооценку и низкую ликвидность фондового рынка в целом.

Монетизация экономики ( $M2/BВП$ ) вследствие указанных тенденций резко снизилась. Даже в настоящее время, несмотря на увеличение этого показателя, она составляет в среднем около 35–40%, что ниже значений для

Поскольку приток дополнительных активов на рынок не сопровождался адекватным приростом в объеме денежной массы, то очевидно, что возникновение новых объектов купли-продажи, во-первых, привело к еще большей нагрузке на денежную массу и, во-вторых, обусловило недооценку самих продаваемых активов, равно как и недооценку и низкую ликвидность фондового рынка в целом.

многих стран с развитой и даже переходной экономикой, где этот показатель находится примерно на уровне 60–100% (а в некоторых странах существенно выше)<sup>32</sup>.

**ТАБЛИЦА 3.5  
ОТНОШЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (агрегат М2)  
К ВВП РЯДА ГОСУДАРСТВ (%)**

	1991 г.	1992 г.	1997 г.	2000 г.	2009 г.
Россия	94	45	15	16	40
Великобритания	88	86	92	85	133
США	57	55	50	50	60
Франция	42	4	45	47	96
Италия	57	54	41	55	86
Германия	35	36	35	63	86
Япония	106	105	110	116	158
Китай	92	105	236	152	181

*Источники:* IMF, национальная статистика.

<sup>32</sup> Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005. С. 134–161, 191–205.

Даже с учетом «валютного компонента» в денежной массе картина для российской экономики принципиально не меняется (табл. 3.6).

ТАБЛИЦА 3.6

**ОТНОШЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (агрегат М2Х)  
К ВВП, РОССИЯ (%)**

1991 г.	1992 г.	1995 г.	1997 г.	2000 г.	2009 г.
21	31	16	17	20	50

Источник: ЦБ РФ, Росстат.

Укажем при этом, что тот факт, что наша экономика в принципе выдержала такой внутренний шок, уже сам по себе является весьма значимым, указывая на существовавший в ней сильный антикризисный запас прочности.

Тот факт, что наша экономика в принципе выдержала такой внутренний шок, уже сам по себе является весьма значимым, указывая на существовавший в ней сильный антикризисный запас прочности.

Очевидно, что столь существенное сжатие денежной массы и ее концентрация лишь в одном узком сегменте экономических операций (ГКО-ОФЗ) были одними из главных факторов, обусловивших сокращение внутреннего спроса, что усилило тогда экономический спад.

В свою очередь, сжатие денежной массы обусловило и то, что ее недостаток стал восполняться на местах. Возникающие там средства расчетов (векселя и пр.), а также

## *Об антикризисных мерах*

неплатежи, которые, по сути, являлись вынужденным коммерческим кредитом, выдаваемым со стороны продавца неплатежеспособному покупателю, фактически являли собой стихийную эмиссию, минующую каналы ЦБ.

При этом бурный рост неплатежей пришелся как раз на период наиболее интенсивного сжатия денежной массы, поскольку таким образом экономика пыталась имеющимися у нее способами нейтрализовать отсутствие денег (табл. 3.7).

**ТАБЛИЦА 3.7**  
**НЕПЛАТЕЖИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**  
**В 1993–1997 гг. (трлн руб.)**

	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.
Просроченная суммарная задолженность по обязательствам	17,4	96	250	538	782
В том числе:					
просроченная задолженность по кредитам банков и займам	1,0	5,6	10,6	23,5	26
просроченная кредиторская задолженность предприятий и организаций	16,4	90,4	239	514	756

Рассчитано по данным Госкомстата России за соответствующие годы.

Отсутствие денег усилило и натурализацию обмена — бартерные операции.

Несмотря на то что бартер существовал и раньше, именно в этот период его использование стало повсеместным. Зачастую предприятия шли на это как на вынуж-

денную меру. Хотя возникшие перекосы и создавали немалые возможности для злоупотреблений, но одновременно возникал ряд «неудобств». Использование бартера вынуждало оценивать товары по более высоким ценам, что увеличивало налогооблагаемую базу и приводило к недоимкам, равно как и применение бумаг для обслуживания оборота вело к потерям и удорожанию денежных ресурсов для продавцов, которые в большинстве случаев предпочли бы «живые» деньги в качестве платежа за свои товары.

Более того, когда позднее, в 2000-е годы, экономика стала постепенно наполняться «живыми» деньгами, это тут же привело к сокращению неплатежей и бартера и росту расчетов денежными средствами. Если бы речь шла о преднамеренных системных перекосах, то бартер и неплатежи остались бы в прежних размерах, а они в результате появления «живых» денег существенно сократились (табл. 3.8).

**ТАБЛИЦА 3.8**  
**СТРУКТУРА РАСЧЕТОВ ЗА ОТГРУЖЕННУЮ  
ПРОДУКЦИЮ В 1999–2009 гг., РОССИЯ (%)**

	1999 г.	2000 г.	2004 г.	2009 г.
Денежные средства	46,6	72,1	88,9	97,8
Векселя	19,7	7,7	3,3	0,3
Зачеты	21,4	14,0	5,2	1,7
Бартер	4,9	2,8	0,4	0
Прочие	7,4	3,4	2,6	0,2

*Источники:* Вестник банка России, Госкомстат за соответствующие периоды.

### *Об антикризисных мерах*

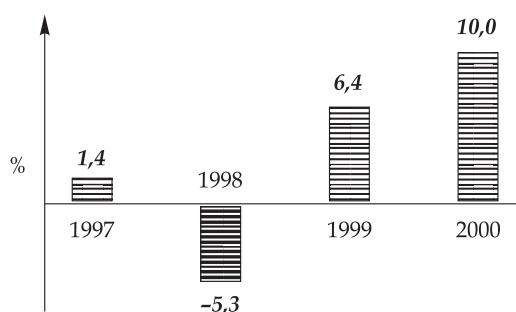
В целом, укажем, что неплатежи и использование квазиденег (бартер, суррогаты) при всей их нежелательности сыграли свою положительную роль. Они, по сути, защитили экономику от полного коллапса и обеспечили осуществление экономических операций, пусть и путем применения таких нецивилизованных методов, фактически осуществляя квазиэмиссию за пределами Центрального банка и восполняя тем самым недостающие экономике финансовые ресурсы.

Неплатежи и использование квазиденег по сути защитили экономику от полного коллапса и обеспечили осуществление экономических операций, пусть и путем применения таких нецивилизованных методов, фактически осуществляя квазиэмиссию за пределами Центрального банка и восполняя тем самым недостающие экономике финансовые ресурсы.

При этом низкая монетизация и слабая связь реальной экономики с финансовым сектором при многих отрицательных последствиях этого явления сыграли и свою положительную роль, смягчив остроту финансового шока 1998 г. и спада для экономики, которая смогла быстро восстановиться (рис. 3.12).

Закрытость внутренних источников финансирования для участников экономики фактически выталкивала их во внешнюю сферу, где ресурсы были более объемны, имели более низкую цену и за исключением периодов кризисного напряжения — более доступны.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 3.12. Прирост реального ВВП России в 1997–2000 гг. (%)*

Источник: Росстат.

И если в кризис 1998 г. главным генератором риска стала зависимость бюджетной сферы от внешнего финансирования<sup>33</sup>, то в кризис конца 2000-х годов внешний фактор стал главным каналом риска для частного сектора, зависимость которого от внешней сферы резко возросла.

Напомним, что в предкризисные годы акцент в финансировании 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 42 и 58%.

В преддверии ипотечного кризиса при отсутствии необходимых ресурсов на внутреннем рынке компании и банки должны были привлекать средства с внешних рынков, что вело к устойчивому росту корпоративного внешнего долга.

<sup>33</sup> Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005. С. 149.

*Об антикризисных мерах*

ТАБЛИЦА 3.9

**КОРПОРАТИВНЫЙ ВНЕШНИЙ ДОЛГ  
В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ В 2003–2008 гг.  
(млрд долл.)**

2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	01.07. 2008 г.
80	108	175	265	425	497

*Источник:* ЦБ РФ, ноябрь 2010 г.; БЭА.

Быстро рос чистый внешний долг нефинансового сектора (табл. 3.10).

ТАБЛИЦА 3.10

**ЧИСТАЯ МЕЖДУНАРОДНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЗИЦИЯ НЕФИНАНСОВЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ РФ ЗА 2003–2007 гг.  
(на конец периода, млрд долл.)**

2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
-56	-117	-202	-307	-513

*Источник:* Деньги и кредит. № 9, 2006; рассчитано по данным ЦБ РФ.

В результате ухудшались значения чистой международной инвестиционной позиции РФ, по сути отражающей «нетто внешний долг» всей экономики (табл. 3.11).

Другими словами, осуществлялся масштабный приток внешних финансовых ресурсов. При этом их величина в денежной массе росла (рис. 3.13-а), что создавало

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

ТАБЛИЦА 3.11

**ЧИСТАЯ МЕЖДУНАРОДНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ**

**ПОЗИЦИЯ РФ ЗА 2004–2007 гг.**

(на конец периода, млрд долл.)

2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
-10	-31	-39	-150

Источник: ЦБ РФ, ноябрь 2010 г.

дестабилизирующий потенциал (так обычно происходило в предкризисные периоды во многих странах). Тем более настораживало постепенное увеличение доли краткосрочного корпоративного долга (рис. 3.13-б).

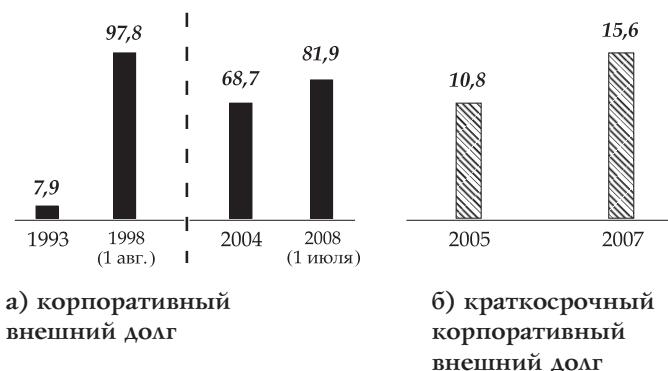


Рис. 3.13. Отношение корпоративного внешнего долга к M2, Россия (%)

Рассчитано по данным ЦБ РФ.

Еще в 2005 г. нами говорилось о настораживающей тенденции быстрого роста внешней задолженности российских компаний и банков. Подчеркивалось, что в результате «российский финансовый сектор, в первую оче-

## *Об антикризисных мерах*

---

редь банки, не только сталкиваются с возрастающими глобальными экономическими рисками, но и в целом оказываются в крайне сложном положении, поскольку отсутствуют адекватные внутренние механизмы, которые могли бы компенсировать такие перекосы»<sup>34</sup>.

«Приток ликвидности извне, хотя и является одним из способов удовлетворения внутреннего спроса на ресурсы, вместе с тем порождает комплекс долговых проблем: обслуживание долга, возможные изменения ценовых условий, риски быстрого оттока средств (если речь идет о коротких ресурсах) и т.д.»<sup>35</sup>.

Более того, позднее нами указывалось на другую очевидную закономерность: «Растущая экономика нуждается в дополнительных финансовых ресурсах, и если такие отсутствуют на внутреннем рынке и не формируются внутри страны, то становится необходимым их привлечение из-за рубежа»<sup>36</sup>.

Пока имелись возможности привлечения ресурсов, проблем с ликвидностью в целом не возникало. Но как только этот канал сузился (к лету-осени 2007 г.), российская финансовая система стала испытывать серьезное напряжение. В итоге стали формироваться предпосылки, которые могут в целом затормозить экономический рост.

---

<sup>34</sup> Ершов М., Зубов В. Возможности и риски финансовой интеграции // Вопросы Экономики. 2005. № 12. С. 5–6.

<sup>35</sup> Ершов М.В. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности?// Вопросы экономики. 2007. № 12.

<sup>36</sup> Ершов М.В. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12. С. 25.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

На риски чрезмерной опоры на внешнее финансирование нами также указывалось ранее (2006 г.). Говорилось, в частности, что «следует иметь в виду возможность изменений мировой финансовой конъюнктуры, что может привести к удорожанию финансовых ресурсов»<sup>37</sup>. «При получении новых кредитов их условия могут существенно отличаться от нынешних, что при ухудшении ситуации поставит заемщиков в трудное положение»<sup>38</sup>.

Еще до кризиса — в 2006 г. — нами говорилось, что «следует иметь в виду возможность изменений мировой финансовой конъюнктуры, что может привести к удорожанию финансовых ресурсов». «При получении новых кредитов их условия могут существенно отличаться от нынешних, что при ухудшении ситуации поставит заемщиков в трудное положение».

Как показала практика, кризис ипотеки в США действительно обострил проблему глобальной ликвидности и привел к ужесточению условий предоставления кредитов и росту их стоимости.

В более системном плане здесь возникает еще ряд принципиальных вопросов. Почему экономика вынуждена идти за внешними ресурсами? Они там действительно более объемны, предоставляются на длительные сроки, а цена их часто низка. Но, может быть, начать ре-

<sup>37</sup> Ершов М.В. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12. С 30.

<sup>38</sup> Там же.

ально создавать такие же условия на внутреннем рынке? — особенно если у экономики есть потребность в финансовых ресурсах. И может быть, выведение ресурсов из экономики (даже в целях стерилизации) — не самая оправданная в таких условиях мера, тем более что потом экономика вынуждена привлекать их по более дорогой цене извне? Заметим при этом, что привлекаемые деньги ничуть не менее инфляционны, чем внутренние, но потенциал экономики пока позволяет их абсорбировать практически с минимальными инфляционными последствиями (подробнее мы скажем об этом чуть ниже).

Отметим, что и до кризиса 1998 г., и перед нынешним кризисом имела место значительная отмена практически всех ограничений на движение капиталов.

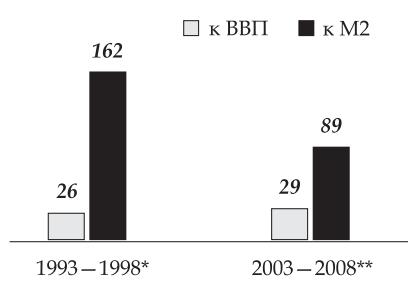
**Примечание**

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 3 месяцев, и лишь потом мог конвертировать их в валюту и перевести полученную валюту за рубеж. Позднее этот срок был сокращен сначала до 2-х, а потом до 1 месяца. Затем был введен так называемый режим «T+1», который предполагал возможность репатриации валюты на третий рабочий день. С учетом значительных объемов валютных ресурсов, которые были привлечены на рынок ГКО, такая мера повышала уязвимость российской экономики от субъективных или конъюнктурных настроений иностранных участников рынка. У всех на памяти аргументы сторонников либерализации 1998 г., говоривших, что чем либеральнее режим, тем больше инвесторов можно привлечь и тем дольше они будут оставаться на рынке, зная, что нет препятствий

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

для ухода. В результате, однако, именно быстрый вывод средств за рубеж спровоцировал обвал валютного и фондового рынков<sup>39</sup>.

В случае когда международные инвесторы будут искали возможность минимизации рисков при размещении средств и начнут проявлять все больший интерес к развивающимся рынкам, которые относительно более



**Рис. 3.14. Приток капитала, 6 % к ВВП и денежной массе (M2), Россия**

\* По состоянию на 01.07.1998 г.

\*\* По состоянию на 01.07.2008 г.

Источник: рассчитано по данным ЦБ РФ и Росстата.

устойчивы и имеют больший потенциал роста, следует осуществлять эффективный мониторинг притока иностранных финансовых ресурсов на российский рынок<sup>40</sup>.

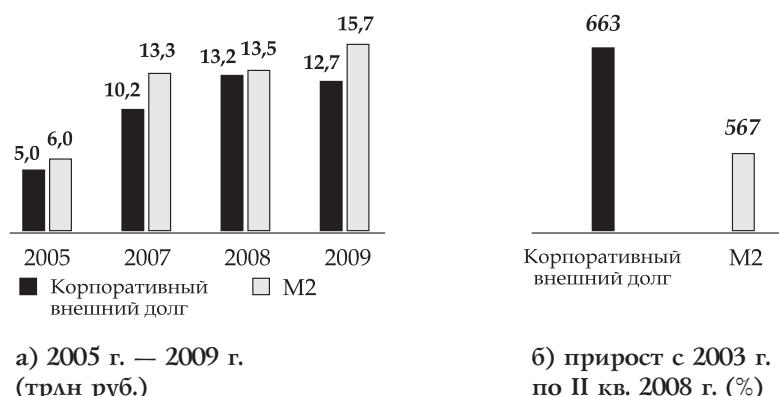
К июлю 2008 г. накопленный иностранный капитал имел значительный вес и в денежной массе, и в экономике в целом (рис. 3.14).

<sup>39</sup> Точно так же пока лишь отчасти можно говорить о системной роли снижения скорости обращения денег (как одного из факторов, который мог бы объяснить расхождение роста цен и денежной массы). Более того, мы помним всю условность этого показателя в 1990-е годы, когда также давались оценки скорости (полученные путем механического деления ВВП на М2) одновременно с наличием в экономике неплатежей и бартера.

<sup>40</sup> Ершов М.В. Экономический рост: новые проблемы и новые риски. // Вопросы экономики. 2006. № 12. С. 29.

## *Об антикризисных мерах*

В таких условиях тем более важно, чтобы внутренние денежно-кредитные механизмы были в состоянии эффективно нейтрализовать риски, связанные с быстрым прекращением притока средств, а также с их оттоком, и сформировать необходимые финансовые ресурсы в первую очередь на внутренней основе, менее зависящей от внешней конъюнктуры. Однако, по сути, до кризиса и даже после денежная масса по-прежнему формируется из внешних источников (рис. 3.15).



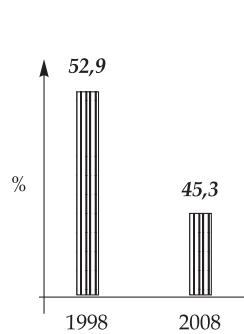
*Рис. 3.15. Корпоративный внешний долг  
и денежная масса (M2), Россия*

Рассчитано по данным ЦБ РФ.

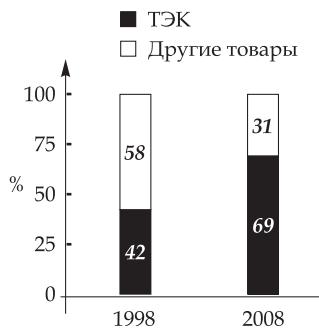
Такая тенденция формирует потенциал нестабильности, поскольку в условиях кризиса доступ к внешнему финансированию затруднится или финансовые ресурсы будут аккумулироваться иностранными инвесторами в своих головных банках и выводиться с российского рынка (как это отмечалось в ходе нынешнего ипотечного кризиса в США).

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

Более того, и перед кризисом 1997 г., и перед кризисом 1998 г. экономика характеризовалась высокой степенью износа основных фондов и низкой диверсификацией (рис. 3.16). Причем в случае с экспортом к последнему кризису его структура существенно ухудшилась даже по сравнению с 1998 г. (рис. 3.17).



*Рис. 3.16. Степень износа основных фондов, РФ (%)*



*Рис. 3.17. Структура товарного экспорта, РФ (%)*

Источники: Росстат, МЭР РФ, Минфин РФ.

Укажем также, что в конце 1990-х годов речь шла в первую очередь о государственном долге, а сейчас — в первую очередь о долге корпоративном — компаний и банков, который теоретически должен будет сам решать все свои проблемы. **Однако**, учитывая, что значительная часть средств привлекалась компаниями с государственным участием, в случае их неплатежеспособности государство будет вынуждено прийти им на помощь. Кроме того, и в случае с госкомпаниями, и в случае с частными компаниями, как правило, речь идет о важнейших системообразующих участниках экономики, труда-

## *Об антикризисных мерах*

---

ности которых могут перекинуться на другие компании и спровоцировать масштабный кризис. Еще в 2006 г. на-ми указывалось в данной связи, что многие компании, по сути, имеют стратегическое значение, и допустить их дефолт вряд ли оправданно, «что также будет означать необходимость вмешательства государства и использова-ния валютных ресурсов экономики для недопущения кризиса»<sup>41</sup>.

Именно это, в частности, 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 50 млрд долл. для погашения их внеш-них займов. Сам ВЭБ, в свою очередь, будет рефинанси-роваться Банком России, что, очевидно, может привести к сокращению валютных ресурсов государства.

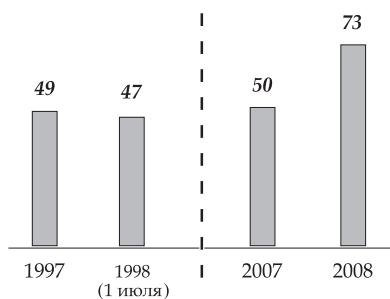
Все эти риски тем более актуальны, учитывая, что на фоне роста внешней нестабильности степень открытос-ти российской экономики к последнему кризису также увеличилась (рис. 3.18).

Поскольку рост внешней открытости происходил в период, когда существенно растут внешние глобальные риски, а также принимая во внимание проведенную в российской экономике либерализацию внешнеэконо-мических связей, вопросы обеспечения стабильности внутреннего рынка в условиях мировых кризисов при-обретают большую актуальность.

---

<sup>41</sup> Ершов М.В. Экономический рост: новые проблемы и новые рис-ки. // Вопросы экономики. 2006. № 12. С. 30.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



**Рис. 3.18. Внешнеторговый оборот, Россия (% к ВВП)**

Рассчитано по данным ЦБ РФ и Росстата.

Очевидно, низкий уровень монетизации являлся серьезным ограничителем развития банковской системы. Проблема еще более обостряется в связи с изъятием значительной части денежных средств из оборота (инструменты внутреннего долга, пенсионный фонд, депозиты населения в государственных банках и т.д.)

В целом, начавшийся процесс постепенного наполнения экономики финансовыми ресурсами выяснил целый ряд интересных закономерностей, о возможности (или невозможности) которых неоднократно говорилось сторонниками и противниками монетизации.

Еще в 2000 г. мы указывали, в частности, на возможности осуществлять монетизацию, не усиливая при этом инфляцию.

**М. Ершов (2000 г.):** Немонетизированные операции, осуществляемые в экономике, могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики. При этом следует иметь в виду, что в условиях отсутствия валютной паники российская экономика уже демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безинфляционной основе...

В целом, очевидно, пополнение ликвидности должно сочетаться с нормализацией структуры денежной массы через постепенное вытеснение тех ее компонентов, которые возникли стихийно, минуя каналы ЦБ, а потому в меньшей степени поддаются централизованному регулированию, что снижает эффективность денежно-кредитной политики<sup>42</sup>.

Последующее развитие ситуации в значительной степени подтвердило указанное предположение. Начавший отмечаться с 2001 г. не только номинальный, но и реальный рост денежной массы сопровождался сокращением неплатежей и при этом не вызывал сопоставимого роста цен. При этом также отмечалась нормализация структуры расчетов и денежной массы в целом.

Так, если за 2001–2007 гг. рост денежной массы М2 составил более 1000%, то цены за тот же период выросли на чуть более 130%. Причем этот разрыв стал отмечаться задолго до использования мощных «стерилизаторов» (Стабфонда и др.), наличие которых могло бы объяснить подобные расхождения между эмиссией и ценами. А большой масштаб эти инструменты стали приобретать, когда указанные ценовые расхождения стали устойчивым явлением (рис. 3.19). В частности, с 2000–2004 гг. денежная масса М2 выросла на 350%, индекс потребительских цен — на 190%. В целом, в начале 2000-х годов денежная масса росла на 50–60% в год, а

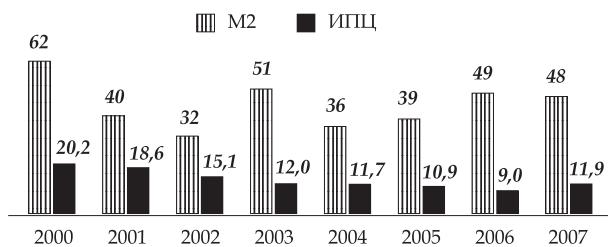
---

<sup>42</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000. С. 317–319.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

ценены — на 15–20%. То есть имел место двукратный, а иногда и трехкратный отрыв роста денежной массы от цен ежегодно. Среди причин данного явления были, как представляется, монетизация уже упоминавшегося бартера, суррогатов, а также вытеснение неплатежей в целом, что в итоге позволило экономике абсорбировать ликвидность по сути на безинфляционной основе.

Ежегодный прирост денежной массы (M2) и ИПЦ (%)



Абсорбирование банковской ликвидности  
(трлн руб.)



Рис. 3.19. Россия: M2, цены и ликвидность

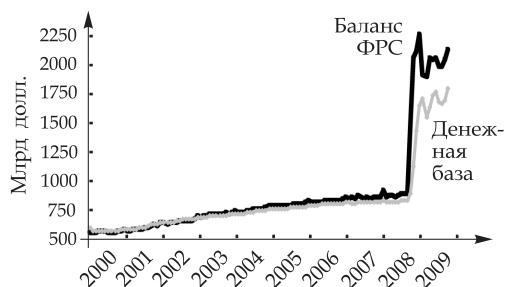
Построено по данным Росстата, ЦБ РФ.

## Об антикризисных мерах

В пакете мер антикризисной политики именно вопросы формирования необходимых ресурсов и доведения их до экономики занимали центральное место в экономиках ведущих стран.

### **Формирование денежного предложения**

Еще в марте 2009 г. ФРС приняла решение о дополнительном выкупе больших объемов ценных бумаг с рынка. Это предполагало почти 50%-е увеличение баланса ФРС и денежной базы (рис. 3.20) до более чем 2 трлн долл. Еще раз напомним, сколь стремительно выросли оба этих показателя<sup>43</sup>.



*Рис. 3.20. Денежная база доллара США и баланс ФРС (млрд долл.)*

Источник: US Fed.

<sup>43</sup> Укажем при этом, что в течение долгого времени и денежная база, и баланс ФРС двигались практически симметрично и составляли в целом почти одинаковую величину. Изменения стали отмечаться к концу 2008 г., когда дополнительная ликвидность часто размещалась на спецсчетах в ФРС, что, с одной стороны, увеличивало его баланс, но одновременно уменьшало денежную базу, так как данные ресурсы фактически изымались из денежного оборота.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

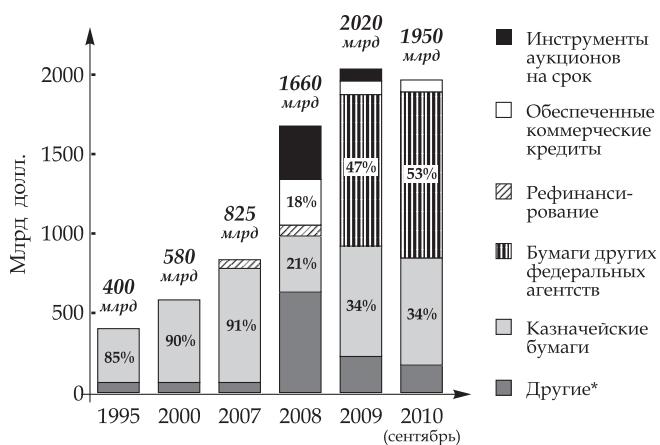
Отметим, сколь смело действовали регуляторы в критических условиях, когда за несколько месяцев (а порой недель) были радикально изменены подходы, которые практиковались до этого в течение многих лет.

При этом предусматривается, что помимо выкупа ипотечных бумаг одним из каналов роста будет покупка со стороны ФРС казначейских облигаций. Эта практика ею устойчиво используется в течение многих лет, в первую очередь при формировании денежной базы, которая является основой как баланса, так и всей денежной массы (рис. 3.21). Обращает на себя внимание тот факт, что в двух самых развитых экономиках мира практикуются аналогичные подходы, где **национальные монетарные власти** стоят у истоков формирования денежных ресурсов в экономике, а бюджетные приоритеты при этом создают основу указанных подходов.

В двух самых развитых экономиках мира практикуются аналогичные подходы, где **национальные монетарные власти** стоят у истоков формирования денежных ресурсов в экономике, а бюджетные приоритеты при этом создают основу указанных подходов.

Причем кризисные события заставили ФРС не только существенно увеличить саму денежную базу (уже фактически в 3 раза), но и кардинально изменить структуру ее компонентов. Управляемость денежными потоками и предсказуемость их динамики в новых условиях, как представляется, несколько снижаются. Более того, рост денежной базы и, как следствие, денежной массы

### Об антикризисных мерах



**Рис. 3.21. Структура денежной базы доллара США (млрд долл. и %)**

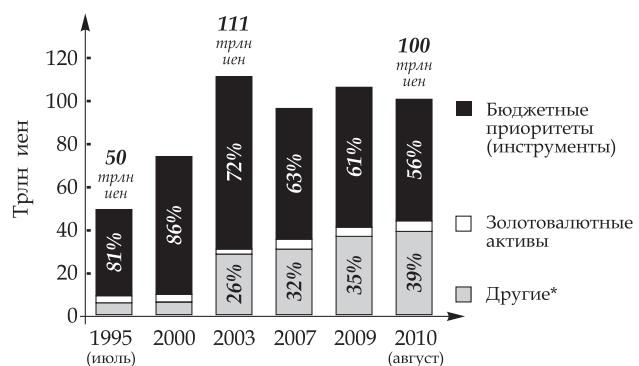
\* Другие включают: средства в расчетах, свопы, золото, кредиты и др.

Источник: US Fed; рассчитано по данным US Fed.

должен быть связан с соответствующим ростом ВВП, что сейчас, естественно, не происходит.

Характерно, насколько при этом изменилась денежная база по срокам формирующих ее компонентов. В течение многих последних лет эмиссия осуществлялась под длинные инструменты (на которые приходилось не менее 40% всей сформированной денежной базы). Это позволяло сформировать более устойчивую долгосрочную основу финансовых ресурсов в экономике. В острой фазе кризиса на первый план выдвинулись короткие инструменты, которые были необходимы для предоставления чрезвычайных средств для рынка. Однако уже к середине 2009 г. компонент длинных ресурсов вновь стал преобладающим (на инструменты свыше 1 года приходится более 70% всего портфеля). Укажем, однако, что большая

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 3.22. Структура денежной базы японской иены (трлн иен и %)*

\* Другие включают в том числе финансирование под обеспечение различных инструментов (облигации, коммерческие бумаги) и т.д.

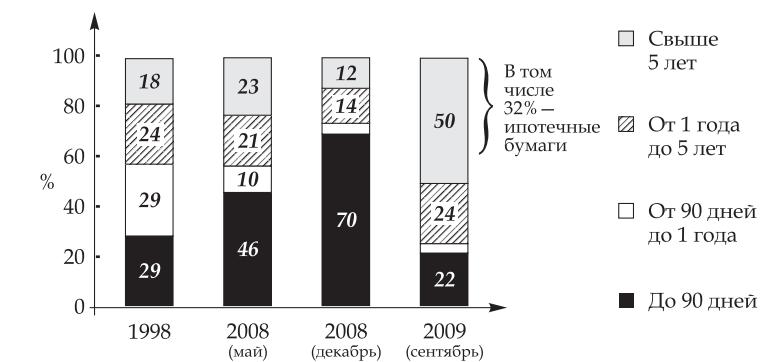
Источник: Банк Японии.

часть длинных бумаг теперь приходится на выкупленные с рынка ипотечные бумаги, что было необходимо для поддержания данного сегмента рынка. Поэтому, хотя в целом (с поправкой на ипотечные инструменты) доля длинных бумаг вернулась к обычным уровням середины 1990-х–2000-х годов, представляется, что баланс ФРС выглядит менее устойчиво, чем раньше (рис. 3.23).

С учетом того, что резко увеличились как объем дефицита бюджета США, так и размер их государственного долга (рис. 3.24), решения проблемы могут трансформироваться в формирование иных кризисов и новых рисков.

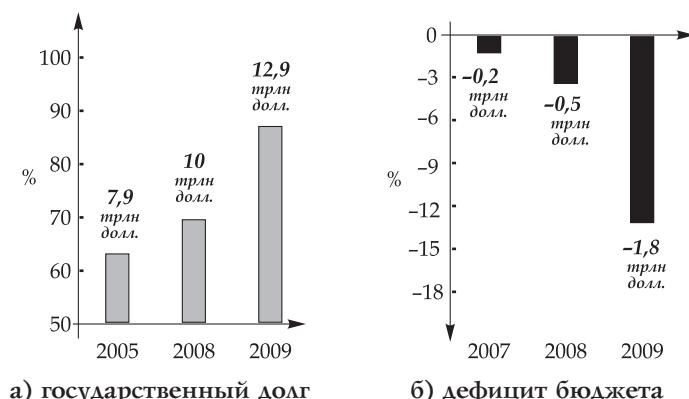
В целом столь масштабная антикризисная эмиссия вызвала существенное падение доллара по отношению к евро и к ряду других валют, к росту цен золота, серебра и цен на нефть.

*Об антикризисных мерах*



*Рис. 3.23. Структура денежной базы доллара США по срокам (%)*

Рассчитано по данным US Fed.



а) государственный долг

б) дефицит бюджета

*Рис. 3.24. США: государственный долг и дефицит бюджета (% к ВВП)*

Рассчитано по данным US Treasury, Congressional Budget Office.

Российские подходы к формированию денежного предложения также претерпели некоторые изменения под действием кризиса.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Напомним, что в течение 2000-х годов (и раньше) денежная база РФ формировалась исключительно на основе притока валюты в российскую экономику (экспортная выручка, иностранные кредиты).

Указанный подход связан с серьезными рисками (мы указывали на некоторые из них при рассмотрении вопросов рефинансирования):

— во-первых, сохраняется зависимость российской экономики от мировой экономической и политической конъюнктуры. Необходимое финансирование **внутренних процессов** будет зависеть от решений международных кредиторов и от состояния мировых рынков и мировых цен;

— во-вторых, консервируется сырьевая ориентация экономики, где главным источником роста и спроса становятся сырьевые отрасли — поставщики валюты. В этом случае отрасли ТЭК генерируют спрос для всей остальной (в том числе несырьевой) экономики в соответствии со своими задачами и целями (исследовательские работы, производство необходимого оборудования и т.д.). В результате возникает своего рода пирамида, где вся экономика ориентирована на обслуживание интересов ее вершины — отраслей ТЭК, которые формируют для остальной экономики денежный спрос;

— в-третьих, перестают работать ставки рефинансирования, определяющие цену финансовых ресурсов. В

Возникает своего рода пирамида, где вся экономика ориентирована на обслуживание интересов ее вершины — отраслей ТЭК, которые формируют для остальной экономики денежный спрос.

## *Об антикризисных мерах*

---

наших условиях эти ставки давно уже выполняют номинальные и фискальные функции и идут вслед за рынком, а не формируют его, как это должно быть. Это существенно ограничивает возможности денежных властей проводить активную финансовую и денежную политику, влияя таким образом на характер экономического развития и структуру экономики.

В конечном итоге рубли попадают по принципу действия обменного пункта, когда покупается валюта и продаются рубли. Причем не важно при этом, в результате развития каких именно процессов эта валюта притекла в экономику и сколь важны или не важны эти процессы для экономики (условно говоря, это может быть валюта от продажи консервных банок. Означает ли это, что в результате экспортеры такой «продукции» должны расширять свои позиции в экономике?).

В 2005 г. мы писали: «Если ЦБ не применяет свои инструменты формирования финансовых ресурсов (механизмы рефинансирования, эмиссионные рычаги, управление процентными ставками и др.), то в таких условиях сам бизнес и экономика в целом фактически могут использовать лишь внешние источники финансовых ресурсов, что только способствует наращиванию внешней задолженности»<sup>44</sup>.

По сути, такие подходы по своей философии схожи с подходами, которые применяются при использовании так называемого «валютного правления» — currency board (предполагающего внешнее управление эмисси-

---

<sup>44</sup> Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Наука. 2005. С. 201.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 3.25. РФ: денежная база, денежная масса и золотовалютные резервы (на 1 октября 2010 г., трлн руб.)*

Источник: ЦБ РФ.

является Аргентина, где эта попытка окончилась провалом), бывших колониях или странах, для которых такой внешний эмиссионный центр — основной экономический партнер. Более того, происходит утрата центральными банками таких стран основных рычагов денежно-кредитной политики<sup>45</sup>. Их центральные банки фактически перестают выполнять свои основные функции, по сути delegiruя эти функции центральным банкам-эмитентам ведущих валют. Валютный курс страны, принимающей режим «валютного правления», жестко привязывается к курсу «валюты-якоря». Фактически все это означает потерю такими странами экономической самостоятельности, что подчеркивалось компетентными международными экспертами, говорившими, в частности, что в Аргентине, и в Гонконге — странах с «валютным правлением» —

ей). В результате все последние годы весь объем эмитированной российской валюты многократно покрыт золотовалютными резервами (рис. 3.25).

Подобные подходы, напомним, применяются в небольших экономиках (примером более крупной экономики

<sup>45</sup> Например: IMF. Frameworks for Monetary Stability. Wash., 1994. P. 198–203.

## *Об антикризисных мерах*

---

внутренняя денежно-кредитная политика, по сути, проводится А. Гринспеном» — (председателем ФРС США в тот период. — М.Е.)<sup>46</sup>.

Подходы, которые практикуются в ведущих развитых странах, опираются на бюджетные приоритеты как ключевые при формировании денежного предложения. Это позволяет более равномерно формировать очаги роста и спроса. Причем приоритеты экономической политики финансируются через бюджетные каналы, а уже затем эти ресурсы мультиплицируются и поступают в остальные секторы экономики, продуцируя по цепочке спрос и стимулируя рост в смежных и иных отраслях. Долгосрочные бумаги, на основе которых (среди прочих инструментов) осуществляется эмиссия, напомним, занимают до 50–70% в общем портфеле госбумаг, находящихся у центральных банков, что закладывает базу инвестиционных процессов, обеспечивая приток «длинных» денег в экономику. В кризисный период эти подходы в целом усилились.

Таким образом, даже в зрелых финансовых системах у истоков формирования «длинных» денег стоят монетарные власти.

Даже в зрелых финансовых системах у истоков формирования «длинных» денег стоят монетарные власти.

Потом — через действие кредитного мультипликатора — эта длинная эмиссия растекается по экономике,

---

<sup>46</sup> Forbes Global. 1999. July 26. P. 108.

формируя многоуровневый пласт «длинных» ресурсов. В сочетании с вовлечением в процесс страховых, пенсионных и иных денег в результате образуется реальный системный фундамент для долгосрочных инвестиционных процессов.

**Примечание**

Когда центральный банк покупает (пусть и не напрямую), например, 10-летнюю бумагу своего минфина, это фактически означает, что бюджет получил 10-летний кредит. Причем, даже когда срок бумаг истекает, часто может проводиться новая эмиссия, которая вновь покупается центральным банком. (Такие операции, как правило, осуществляются не напрямую, а через «доверительных посредников», работающих на вторичном рынке. Однако не имеет принципиального значения, сделана ли такая покупка за один шаг или несколько. Принципиально то, что эмитент бумаг — Минфин — получает за них доллары, эмитированные ФРС, а сам ФРС в обмен на доллары получает бумаги, тем самым замыкая такой обмен.) Интересно, что даже в тех случаях, когда в развитых экономиках, в частности США, отмечался профицит бюджета (как это было там, в частности, в конце 1990-х годов), то объем госбумаг на балансе ФРС тем не менее не уменьшался (хотя потребность финансирования бюджета формально сокращалась и объем госбумаг в экономике можно было бы сократить). Прежний объем бумаг на балансе ФРС сохранялся для того, чтобы избежать негативных последствий изъятия из экономики тех ресурсов, которые там уже нормально работают. Их изъятие означало бы нарушение хода развития экономических процессов в экономике, которая работала с этими деньгами.

В этой связи представляется, что формирование «длинных» денег, необходимых для российской экономики, возможно в случае принципиального пересмотра механизмов формирования денежного предложения с

## *Об антикризисных мерах*

повышением роли российских монетарных властей в этом процессе. На особенности формирования «длинных» денег в России указывал в частности академик В.И. Маевский<sup>47</sup>. Многолетний опыт использования таких подходов в зрелых финансовых системах является серьезным поводом для размышлений.

В противном случае решение проблемы формирования «длинных» ресурсов будет носить фрагментарный (а не системный, общеэкономический) характер и в решающей степени будет зависеть от возможности привлечения «длинных» денег из-за рубежа (где они формируются как раз на основе обозначенных выше механизмов).

Формирование «длинных» денег, необходимых для российской экономики, возможно в случае принципиального пересмотра механизмов формирования денежного предложения с повышением роли **российских** монетарных властей в этом процессе.

В противном случае решение проблемы формирования «длинных» ресурсов в решающей степени будет зависеть от возможности привлечения «длинных» денег **из-за рубежа**.

Кризис на первых порах внес коррективы в подходы Банка России по формированию денежного предложения. Уже в конце 2007 г. (когда отмечались первые

<sup>47</sup> Маевский В.И. Реальный сектор и банковская система // Журнал новой экономической ассоциации. 2009. № 1–2. С. 245–249.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

признаки кризисных процессов в мире) фактически впервые за многие годы в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 г.» стало предусматриваться постепенное сокращение роли международного фактора в формировании денежной базы в планируемый период (до 2010 г.). Годом позже — в 2008 г. — в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг.», пересмотренной в условиях кризиса и принятой в окончательной редакции в конце года, еще более отчетливо предусматривался основной упор при формировании денежного предложения на рост внутренних источников (чистых внутренних активов) при уменьшении внешнего фактора (рис. 3.26-а-б). Предполагалось, что это позволит «более эффективно использовать процентные инструменты денежно-кредитного регулирования, сделать единственным процентный канал трансмиссионного механизма»<sup>48</sup>, а также позволит «за счет уменьшения присутствия Банка России в операциях на валютном рынке повысить гибкость курсовой политики, осуществить постепенный переход к режиму свободно плавающего валютного курса»<sup>49</sup>.

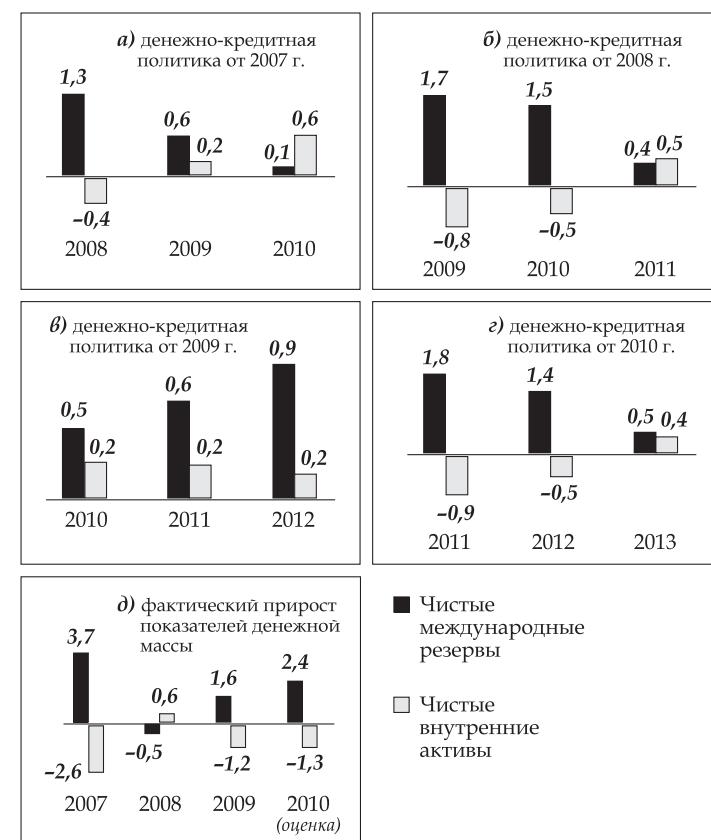
Фактически роль внешнего фактора в 2008 г. действительно сократилась, а внутреннего — возросла (рис. 3.26-д).

---

<sup>48</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг. / ЦБ РФ. С. 27.

<sup>49</sup> Там же.

### Об антикризисных мерах



*Рис. 3.26. Прирост чистых международных резервов и чистых внутренних активов в денежно-кредитной политике ЦБ (трлн руб.)*

Построено по «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 г.» (основной второй вариант), 2007; по «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг.» (основной третий вариант), 2008; по «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 г. и период 2011 и 2012 гг.» (основной второй вариант), 2009; по «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 г. и период 2012 и 2013 гг.» (основной второй вариант). Проект, 2010. ЦБ РФ.

Однако денежная программа на 2010 г. разработана исходя из предположений о росте чистых международных резервов как основном источнике роста денежной базы. Это фактически означает отход от объявленных ЦБ ранее подходов, принятых в условиях противодействия кризису и предполагавших сделать основными **внутренние** источники монетизации. Теперь в качестве основных при формировании денежной базы (вновь, как и многие годы до того) будут внешние источники (рис. 3.26-в).

Можно ли говорить, что те цели, которые перечислены выше в документе от 2008 г., перестали быть актуальными? Или исчезли те риски мировой экономики, под действием которых регулятор был вынужден на модификацию своих подходов?

И каковы тогда пути решения тех системных структурных задач, которые стоят перед экономикой? Ведь внешний канал монетизации — это, во-первых, внешние риски по привлечению ресурсов (или невозможности такого привлечения — как это имело место в кризис). Кроме того, указанные подходы способствуют консервации экспортно-сырьевой ориентации российской экономики, отход от которой ставится как важная системная задача (так как 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). При этом поступление финансовых ресурсов в неэкспортные отрасли уменьшается, транс-

### *Об антикризисных мерах*

---

миссионные механизмы не могут эффективно обеспечивать переток ресурсов, а процентные ставки не в состоянии адекватно отражать стоимость ресурсов для экономики<sup>50</sup>.

Формирующиеся золотовалютные резервы, очевидно, создают некий запас прочности для экономики, и кризисные события это показали. Однако это не значит, что следует переходить на механизм валютного правления, «currency board» (если не буквального, так приближенного по смыслу), когда вся ликвидность образуется только на основе притока валюты, а центральный банк фактически отказывается от своей самой главной функции — первичного источника денежных ресурсов, которые в одинаковой степени 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 балансироваться внутренними механизмами формирования ресурсов — с учетом внутренних потребностей экономических участников, в первую очередь неэкспортных отраслей. Без их развития вряд ли можно рассчитывать на реальную диверсификацию экономики и на отход от ее сырьевой направленности.

Сырьевые поставки, конечно, нужны для мировой экономики. И коль скоро нет эффективных альтернатив, Россия вынуждена выступать в качестве такого поставщика.

---

<sup>50</sup> Об этих и иных недостатках подобных подходов мы неоднократно указывали ранее. См., например: Ершов М. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

Но следует ли считать такую функцию достаточной и позволит ли она России обеспечить ее долгосрочную системную роль в мире? И что делать российской экономике, когда ее невозобновляемые запасы уменьшаются?

При этом денежная программа на 2010–2012 гг. предполагает сокращение и чистого кредита банкам, и чистого кредита расширенному правительству (табл. 3.12), что будет означать дополнительное изъятие средств из экономики и, как и ранее, сделает необходимым привлечение средств из внешних источников со всеми вытекающими рисками.

**ТАБЛИЦА 3.12**  
**ПОКАЗАТЕЛИ ДЕНЕЖНОЙ ПРОГРАММЫ НА**  
**2010–2013 гг.\*** (на конец периода, трлн руб.)

	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Денежная база (узкое определение)	5,8	6,7	7,6	8,5
Чистые международные резервы	15,1	16,9	18,3	18,8
Чистые внутренние активы	-9,3	-10,2	-10,7	-10,3
В том числе:				
чистый кредит расширенному правительству	-4,7	-4,6	-4,7	-4,8
чистый кредит банкам	-2,1	-3,1	-3,5	-2,6

\* 2010 г. — оценка ЦБ РФ; 2011–2013 гг. — прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант денежной программы от 2010 г.

*Источник:* «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 г. и период 2012 и 2013 гг.». Проект, 2010. ЦБ РФ.

При сохранении положительного сальдо платежного баланса (что весьма вероятно при ценах на нефть на относительно высоком уровне) внешняя монетизация хоть и является важным, но не должна быть доминирующим источником денежных ресурсов в нашей экономике. Если задачи по совершенствованию структуры экономики, уменьшению внешних рисков остаются актуальными, то необходимо тщательно оценить возможность смешанного подхода, при котором на первый план выходит задача обеспечения ресурсами отраслей внутренней экономики при одновременном сохранении оптимального уровня валютного курса.

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 стороны, неполному формированию денежного предложения на валютной основе). Для нейтрализации этих последствий меньшая (чем планировалась) монетизация может компенсироваться пополнением ресурсов через внутренние каналы, для чего могут комплексно использоваться механизмы рефинансирования, **валового кредита банкам, бюджетные каналы монетизации и т.д.**

Дополнительная ликвидность, поступившая по указанным каналам, может способствовать как более равномерному распределению ресурсов среди экспортных и неэкспортных отраслей, так и корректировать динамику курса (так как эта ликвид-

ность может отчасти вернуться на валютный рынок, оказывая давление на подорожавший рубль в сторону его обесценения).

Возможно также использование валютных инструментов Минфина или ЦБ (с достаточным уровнем доходности) для аккумуляции части валютной выручки. При этом следовало бы оценить целесообразность последующей прямой продажи этой валюты из Минфина (если она куплена на инструменты Минфина) в ЦБ по курсу, который сложился на рынке на момент операции (что, во-первых, восполняло бы рублевую ликвидность на рынке и, во-вторых, не оказывало бы при этом прямого влияния на курс).

Такие подходы к монетизации, однако, предполагают гораздо более тонкое управление финансовыми потоками, где вместо механических одноканальных подходов (как это происходит у нас) начинает реально действовать все многообразие механизмов взаимодействия финансовой экономики и реального сектора (как это происходит в странах с гораздо более зрелым уровнем финансового развития).

Но если мы хотим позиционировать себя в мировой экономике как серьезный системообразующий участник, нам следует со всей серьезностью оценить возможность аналогичных подходов в российской экономике. Очевидно, давно пора начать использовать разумный практицизм в формировании наших экономических подходов без ссылок на те догмы и запреты, которые, как правило, исходят от основных конкурентов и от ко-

### *Об антикризисных мерах*

---

торых сами развитые страны давно отказались. Да и раньше, заметим, такие рекомендации были скорее для «внешних пользователей», а «внутри» все делалось так, как нужно. Кризисные риски и реакция на них лишь сделали это еще более очевидным. Чем быстрее мы начнем руководствоваться здравым экономическим смыслом, тем больше возможностей будет у нашей экономики успешно развиваться в новых условиях.

# 4

---

## О валютной политике

Курсовая политика фактически связывает внешнюю и внутреннюю экономику между собой, что делает валютный курс своего рода «фильтром» такого взаимодействия. При этом в условиях кризиса валютный курс может как транслировать внешние шоки на внутреннюю экономику, так и смягчить их.

В условиях кризиса валютный курс может как транслировать внешние шоки на внутреннюю экономику, так и смягчить их.

В нормальных некризисных условиях взвешенная курсовая политика является важным фактором, обеспечивающим устойчивое внутреннее развитие<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Об этом более подробно см.: Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. М.: Наука, 1992; Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000; Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005.

**ТАБЛИЦА 4.1**  
**УРОВЕНЬ ПЕРЕОЦЕНКИ (+) ИЛИ НЕДООЦЕНКИ (-) РЯДА ВАЛЮТ К ДОЛЛАРУ США (%)**

Страны	1980 г.	1990 г.	2000 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Канада	7,6	10,5	-22,4	0,2	6,7	12,7	15,4	4,3
Япония	11,4	25,9	31,3	17,7	7,5	1,9	13,2	22,8
Дания	32,8	34,1	5,9	43,3	40,2	53,1	61,1	52,5
Франция*	24,8	-17,7	-8,9					
Германия*	28,9	22,6	-9,7	6,9	4,5	13,1	19,4	11,9
Италия*	-3,7	15,7	-31,9					
Швеция	40,0	34,2	12,1	25,5	23,3	31,6	34,3	15,1
Швейцария	30,8	36,8	15,5	39,9	32,5	33,3	45,2	40,9
Великобритания	17,5	6,9	0,2	15,8	15,6	28,3	17,2	-3,1

\* С 2005 г. расчеты проведены для евро.

Рассчитано по данным OECD, US Fed.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

В глобальных условиях ряд развитых стран придерживаются подходов, носящих устойчивый системный характер, при которых их валюта поддерживается на более дорогом уровне относительно доллара США (с учетом паритета покупательной силы — ППС) (табл. 4.1).

В то же время развивающиеся страны, как правило, имеют уровень валютного курса значительно ниже ППС (относительно доллара). Этот факт обычно используется сторонниками недооценки валют как аргумент того, что такова «объективная реальность» для развивающихся стран. При этом часто игнорируется то обстоятельство, что многие из подобных экономик являются маленькими экономиками, имеют крайне высокую зависимость от экспорта<sup>2</sup> и для них дешевый курс национальной валюты — единственный инструмент обеспечения притока валюты, необходимой для решения проблем внутреннего развития.

**ТАБЛИЦА 4.2  
УРОВЕНЬ ПЕРЕОЦЕНКИ (+) ИЛИ НЕДООЦЕНКИ (-)  
РЯДА ВАЛЮТ К ДОЛЛАРУ США (%)**

	2001 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Польша	-57,2	-42,2	-40,5	-33,2	-23,5	-40,8
Венгрия	-61,4	-35,4	-38,9	-28,6	-25,0	-36,5
Турция	-64,9	-38,2	-41,0	-33,9	-31,4	-40,0
Мексика	-32,4	-34,6	-33,7	-32,9	-33,0	-42,8

Рассчитано по данным OECD, центральных банков стран.

<sup>2</sup> Иногда являются «монокультурными» экспортёрами.

Для российского рынка важно, чтобы при всей многообразности целей экономической политики в валютной сфере она была бы направлена на укрепление основ «рублевой экономики», в центре которой должны находиться рубль как национальная валюта и национальный центральный банк, использующий в полной мере свои основополагающие функции кредитора последней инстанции, эмиссионного центра и главного денежного регулятора.

### **Политика валютного курса**

Как и в случае с денежно-кредитными подходами, сложившаяся курсовая политика рассматривает экспорт и внешнюю сферу в целом как главный фактор экономического роста.

Напомним, что еще в ходе формирования валютного рынка в конце 1980-х и начале 1990-х годов установился такой курс рубля к доллару, который отражал ценовые соотношения лишь узкой группы престижных тогда товаров потребительского импорта. В результате это привело к тому, что курс рубля был установлен на уровне **существенно недооцененном**, если принимать во внимание не те показатели, которые характеризуют лишь узкие сегменты рынка и отражают его «предельную экономическую эффективность» (как это иногда делается некоторыми экономистами), а учитывать более комплексные и сбалансированные экономические оценки (такие как ценовые соотношения по широкой корзине ВВП).

### **Примечание**

Напомним, что неверные рыночные оценки курса, который сложился на рынке, сформировались еще на первых валютных аукционах, которые стали проводиться с ноября 1989 г. Сформировавшийся на них валютный курс рубля (составлявший в среднем 15–20 руб. за 1 долл.) отражал тогда лишь узкую корзину престижного потребительского импорта — джинсы, косметика и т.д. (Мы помним, что те же джинсы стоили, к примеру на нашем черном рынке, до 200 руб., тогда как в США их цена могла быть в среднем около 20 долл.) Однако целый ряд других товаров и услуг были при этом на российском рынке многократно дешевле. Метро стоило 5 коп., а в Нью-Йорке — около 1 долл., хлеб у нас стоил около 20 коп., а там — 1–2 долл. Жилье сопоставимого уровня, равно как и коммунальные платежи по его поддержанию даже сейчас у нас многократно дешевле. В конце же 1980-х годов при средней стоимости платежей за квартиру в России — около 15–25 руб. в месяц эта величина была в несколько **сот раз (!)** меньше, чем цены за аналогичное жилье в западных странах.

Следует также учитывать ту долю, которую играет соответствующий товар в расходах. Если те же джинсы обычно покупаются 1 раз в пол-года или 1 раз в год и они составляли в рассматриваемый период менее и 10% годового дохода (в случае с российскими потребителями), то коммунальные платежи делаются ежемесячно и достигают в случае с западными экономиками не менее 20–30% ежемесячных расходов. Другими словами, фактор «веса» этого компонента весьма значим.

И что еще более важно — так это то, что стоимость наших промышленных активов была также многократно дешевле.

Стоимость наших промышленных активов была также многократно дешевле.

Поэтому курс на «открытость» экономики и проводившаяся либерализация капитальных операций в таких усло-

виях создавали риск перевода наших реальных активов под контроль иностранных инвесторов по многократно заниженным ценам.

Отметим, что даже сейчас речь идет о фундаментальной недооценке российской валюты, достигающей 80% (!) (табл. 4.3)<sup>3</sup>.

**ТАБЛИЦА 4.3**  
**УРОВЕНЬ НЕДООЦЕНКИ РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ**  
**США (раз)\***

	Год									
	1990	1991	1992	1995	1998	2004	2006	2007	2008	2009
Отношение курс/ППС	38,2	50,2	13,0	1,8	2,9	2,5	2,0	1,8	1,8	1,8

\* С учетом корзины ВВП (по показателям внутреннего использования).

Рассчитано по: материалам ММВБ, Госкомстата и ИМЭМО за соответствующие периоды.

Очевидно, что столь сильная недооценка изначально дала мощный импульс к превращению российской экономики в экспорт ориентированную (в нашем случае делая экспорт сверхэффективным), когда для поддержания экономического роста основной центр тяжести приходится не на внутренний спрос, а на спрос внешних рынков. Понятно, что при таких курсовых переко-

<sup>3</sup> Другими словами, если за основу сравнений брать курс, базирующийся на ППС, то при его обесценении на 80% мы выходим на уровень нынешнего номинального рыночного курса рубля к доллару (около 30 руб.).

### *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

сах экспортные операции становились гораздо более привлекательными, чем внутренние (тем более учитывая более низкий уровень внутренних цен на значительную часть производимой продукции). Очевидно также и то, что наиболее «конкурентным» товаром в таких условиях становилась продукция ТЭК, которая в целом отвечала требованиям мирового рынка. Учитывая, что на ТЭК всегда приходилась значительная часть экспорта страны, те возможности для осуществления сверхэффективных экспортных операций, которые открылись в результате масштабной недооценки валютного курса рубля, надолго закрепили сырьевую экспортную ориентацию российской экономики. Механизмы денежного предложения, в свою очередь, закрепляют «трансляцию» такого доминирования на внутреннюю экономику, где даже несырьевые неэкспортные отрасли во все большей степени начали ориентироваться на обслуживание отраслей ТЭК<sup>4</sup>.

Те возможности для осуществления сверхэффективных экспортных операций, которые открылись в результате масштабной недооценки валютного курса рубля, надолго закрепили сырьевую экспортную ориентацию российской экономики. Механизмы денежного предложения, в свою очередь, закрепляют «трансляцию» такого доминирования на внутреннюю экономику, где даже несырьевые неэкспортные отрасли во все большей степени начали ориентироваться на обслуживание отраслей ТЭК.

---

<sup>4</sup> Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005. С. 198–222.

Очевидно также, что в течение многих лет недооценка российской валюты была мощнейшей питательной средой для долларизации, когда для держателей долларов сам рубль и все рублевые активы оказывались фундаментально недооцененными. Естественно, такая огромная «эффективность» делала доллар крайне привлекательным. Каждый захочет иметь валюту, для которой все рублевые активы недооценены в десятки раз, а если при этом еще постоянно говорится, что политика по обесценению рубля будет продолжаться, то понятно, что никто не будет заинтересован вкладывать собственные средства в обесценивающийся актив.

Недооценка российской валюты была мощнейшей питательной средой для долларизации, когда для держателей долларов сам рубль и все рублевые активы оказывались фундаментально недооцененными.

Формируемый таким образом валютный курс был затем положен в основу при установлении официального курса рубля.

Последовавшее вскоре присоединение к VIII ст. Устава МВФ обязывало Россию перейти на единый валютный курс рубля, причем как по текущим, так и по капитальным операциям (инвестиции и т.д.), что означало существенное снижение эффективности инвестиций и относительное удешевление продаваемых активов.

Потенциально формировался риск того, что при открытии российской экономики и широком допуске в

### *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

нее иностранных инвесторов ее активы станут для таких зарубежных инвесторов значительно более дешевыми, чем они стоят на самом деле.

Формировался риск того, что при открытии российской экономики и широком допуске в нее иностранных инвесторов ее активы станут для таких зарубежных инвесторов значительно более дешевыми, чем они стоят на самом деле.

Ситуация для структурных преобразований в экономике еще больше осложнялась тем, что при больших различиях между мировыми и внутренними ценами по отдельным товарам и товарным группам была отменена система дифференцированных валютных коэффициентов — фактически «множественных валютных курсов», которые были направлены на устранение этих перекосов. Эта мера по сути означала «шоковую терапию» во внешней торговле.

При этом валютному курсу начала отводиться центральная роль в регулировании **всех видов** внешнеэкономических операций (несмотря и на разнонаправленный характер его действия, и на указанные различия внутренних и внешних цен по отдельным товарным группам). В то же время роль иных инструментов (пошлин, тарифов, экспортных премий и т.д.), которые могли бы нивелировать указанные ценовые перекосы, напротив, постоянно снижалась.

Сам курс рубля при этом был жестко завязан на доллар, что по сути отражало лишь денежно-кредитную политику ФРС.

В настоящее время указанная привязка несколько ослабла: в корзине валют при формировании курса теперь участвуют доллар и евро, а сама курсовая динамика рубля может несколько больше отражать положение на российском валютном рынке.

Все указанные особенности заложили основу нынешнего валютного рынка.

И на раннем этапе, и в более поздние годы недооценка рубля также сопровождалась постепенным обесцениванием его номинального уровня (причем, как правило, вне всякой связи с дифференциалом процентных ставок по соответствующей паре валют), что еще больше демотивировало работу с рублями (как с обесценивающимся активом).

Данные подходы продолжают по-прежнему пользоваться немалой поддержкой, и дискуссии сторонников и противников «дешевого» рубля продолжаются. При этом в своей основе они опираются на более глубокие, концептуальные различия в подходах, определяющих общий ход экономического развития.

Очевидно, что сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте. В то же время, если в качестве основных источников роста рассматриваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, то тогда, очевидно, речь должна идти о превращении рубля в полноценную национальную валюту — для сбережений и инвестиций, о формировании более устойчивого курса, объективно отражающего состояние экономики и формируемого в значительной степени под действием рыночных тенденций.

Сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте. Если же в качестве основных источников роста рассматриваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, то тогда речь должна идти о превращении рубля в полноценную национальную валюту — для сбережений и инвестиций.

### **Факторы «за» и «против»**

Сторонники опоры на слабый рубль и поддержания его обесценения более быстрыми темпами, чем рост цен, указывают на ряд преимуществ такого подхода.

Политика обесценения валюты, как правило, обосновывается необходимостью стимулирования национального экспорта и увеличения притока в страну валютной выручки. При этом нужно иметь в виду, что в наших условиях недооценка рубля сама по себе фактически не приводит к увеличению экспортной валютной выручки. Возможности увеличения физического объема экспорта для стимулирования внешнего спроса ограничены пропускными способностями наших трубопроводов и портов. Маневрировать ценами на сырьевые товары для стимулирования спроса трудно из-за их низкой ценовой эластичности, а снижение цен на готовые изделия может натолкнуться (и наталкивается) на жесткие антидемпинговые ограничения в других странах (и сам факт антидемпинговых исков свидетельствует о признании недооцененного уровня валютного курса рубля).

Недооценка национальной валюты приводит лишь к росту рублевых доходов экспортёров после продажи валютной выручки (но этого можно достичь и используя сугубо внутренние рычаги экономической политики по поддержке экспортёров). При этом эффективность привлечения валютных кредитов снижается, а сами акции российских предприятий-экспортёров стали из-за курсовой динамики относительно дешевле для иностранных инвесторов (и под обеспечение кредитов стал требоваться залог большего количества акций).

Как в этой связи недооценка рубля увязывается с планами по привлечению иностранных инвестиций: ведь в данном случае в наших интересах был бы более «дорогой» рубль?

В целом более «дешевый» рубль вообще означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны.

В целом более дешевый рубль вообще означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны.

Существует и целый ряд дополнительных нежелательных для страны последствий недооценки рубля. Так, из-за обесценивания рубля возрастает стоимость обслуживания внешнего долга.

Кроме того, обесценивающийся рубль уменьшает и доходы населения, ограничивая таким образом платежеспособный спрос, и такая важная составляющая экономического роста остается незадействованной.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Когда нам пытаются доказать, что при слабом рубле нам же лучше, — это абсурдно и равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем они легковеснее и дешевле и чем на них меньше можно купить, тем нам же выгоднее. Вся нелогичность этой фразы очевидна.

Когда нам пытаются доказать, что при слабом рубле нам же лучше, — это абсурдно и равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем они легковеснее и дешевле и чем на них меньше можно купить, тем нам же выгоднее.

Взгляд на данную проблему с точки зрения потребительского сектора имеет еще один аспект, носящий геоэкономическое измерение. Он показывает, как оцениваются результаты нашего труда (рублевая зарплата, доходы в целом) мировыми рынками, какой объем товаров мы можем там приобрести по итогам нашего «трудового дня» (недели, месяца, года). Другими словами, какой спрос мы можем предъявить мировому рынку в обмен на итоги наших трудозатрат? Будем ли мы (к примеру по итогам рабочего дня или недели) в состоянии купить там какие-то значимые потребительские товары или после обмена рублей по «удешевляющему коэффициенту» на основе недооцененного валютного курса рубля, максимум на что мы можем претендовать на мировом рынке — это питание для восстановления своих трудозатрат и

минимальные удовольствия («кино и мороженое»). Переходя уже к серьезному рассмотрению проблемы, подчеркнем, что чем более необоснованным будет ущербление рубля, тем более неэквивалентным будет наш обмен с внешним миром и тем в большей степени это будет походить на те принципы, которые использовались в прошлом в отношениях между страной-метрополией и развивающимися территориями.

Чем более необоснованным будет ущербление рубля, тем более неэквивалентным будет наш обмен с внешним миром и тем в большей степени это будет походить на те принципы, которые использовались в прошлом в отношениях между страной-метрополией и развивающимися территориями.

Конечно, нужно использовать рычаги защиты внутреннего рынка и стимулирования экспорта. Но кто сказал, что все они сводятся только к валютному курсу (при том, что это инструмент разнородного действия, поддерживающий одно и сдерживающий другое), когда существует большое количество рычагов экономической политики, позволяющих эту разнородность уменьшить? Ниже мы рассмотрим некоторые возможные подходы.

#### **Примечание**

С другой стороны, слабый рубль увеличивает расчетный рублевый эквивалент валютной выручки, расширяя тем самым налоговые поступления в бюджет.

Данный аспект важен, если основывать стратегию роста на зарубежном спросе как главном. Однако любая крупная диверсифицированная (а стало быть, как правило, самодостаточная экономика) в первую очередь должна опираться на внутренний спрос как главный источник роста. А для внутреннего спроса важным является крепкий необесценивающийся рубль.

Данная проблема имеет еще один аспект. Ведь поскольку в конечном итоге речь идет лишь о неких «расчетных потрясениях», возникающий условный «недобор» может быть компенсирован посредством механизмов национальных монетарных властей, в том числе используя дефицитное финансирование, которое широко используется развитыми экономическими (мы рассматриваем эту проблему в гл. 3). Никаких системных трансграничных потерь, носящих невосполнимый характер, по каналам торгового баланса не возникает. А вот что касается капитальных операций — здесь картина принципиально иная. Недооцененный курс рубля автоматически означает, что российские активы будут продаваться иностранным покупателям по более низкой цене, чем они реально стоят (причем в данном случае по чисто «арифметическим» причинам).

Гипотетически можно представить такую ситуацию, когда в погоне за экспортными доходами курс может быть столь сильно обесценен, что некое предприятие-экспортер будет вообще куплено целиком по более низкой цене иностранным инвестором.

В финансовом аспекте недополученная выручка в принципе (чисто теоретически такая возможность присутствует) может компенсироваться российским продавцам, и в результате они будут иметь некую «более объективную» рублевую сумму по завершении сделки. Однако в системном плане это означает возможность для иностранных участников установления внешнего контроля над нашими активами по более низкой цене, причем не факт, что в будущем они захотят отказаться от наиболее привлекательных активов, даже если им будут предложены более выгодные условия.

В системном плане дешевый рубль означает возможность для иностранных участников установления внешнего контроля над нашими активами по более низкой цене.

Более того, в целом уменьшается доверие к национальной валюте (как к обесценивающемуся активу), способствуя переводу средств в более устойчивые и дорожающие валюты, что в результате ведет к «долларизации».

Очевидно также, что проводимая антиинфляционная политика плохо согласуется с использованием таких рычагов (обесценения и недооценки валюты), которые как раз являются прямым стимулом к инфляции. Это особенно важно, принимая во внимание тот факт, что доля импорта в **конечном потреблении** составляет более 10%, и таким образом любое удешевление курса рубля ведет к удорожанию импорта и напрямую ведет к росту внутренних цен. Это же происходит и в случае осуществления прочего импорта (полуфабрикатов, запчастей и т.д.), что также ведет к росту издержек и удорожанию конечной продукции.

Как в таких условиях формировать более активное участие в международных глобализационных процессах? Будем ли мы довольствоваться ролью поставщика сырья или больший акцент делать на капитальный, инвестиционный компонент, где стабильный рубль, уровень которого обоснован рынком, является важным инструментом как для привлечения капиталов, так и для нашего полноправного вхождения в мировое экономическое пространство?

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Действительно, из-за более дорогого рубля усиливается конкуренция с импортными товарами. Однако, это является стимулом для повышения конкурентоспособности наших производителей. В тех же случаях, когда внутренние производители не могут адекватно конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно подключение рычагов торговой политики, которые **обеспечат защиту соответствующих производств** (поскольку, напомним, валютный курс не является универсальным инструментом и его эффективное использование в целях внешнеэкономического регулирования возможно лишь в комплексе с другими мерами торговой политики).

В то же время фактор более дешевого импорта имеет свои положительные стороны, так как удешевляет импортную составляющую для внутреннего производства, снижая тем самым издержки. Вновь в соответствии с приоритетами экономической и структурной политики можно осуществлять селективный подход, обеспечивая низкий уровень цен для тех товаров, импорт которых является для внутренних производителей ключевым и, напротив, **вводить защитные меры** по тем товарам, производство которых необходимо в первую очередь осуществлять на внутренней основе.

Аналогичные подходы целесообразно использовать и применительно к движению капиталов, тем более что укрепление рубля в целом ведет к повышению эффективности привлечения внешних инвестиций, однако при этом возникают новые риски, связанные с их спекулятивным перетоком (особенно если такое удорожание ожидается и происходит постоянно). Действитель-

но, те огромные ресурсы, которые находятся на международных финансовых рынках, открывают большие возможности для финансирования экономического роста. В то же время эти ресурсы подвержены действию волатильности мировой конъюнктуры, а также политических факторов и могут в достаточно короткие сроки быть выведены из страны. В результате на валютном и финансовом рынках может возникнуть кризисная ситуация, что способно поставить под угрозу стабильность национальной экономики в целом и надолго остановить экономический рост.

По мнению международных экспертов, риск высокой открытости к международным движениям капиталов, особенно краткосрочных, в первую очередь велик для стран, проводящих непоследовательную макроэкономическую политику, а также для недостаточно капитализированных или неадекватно регулируемых финансовых систем (что особенно актуально в условиях низкой монетизации — отношения  $M2/VВП$  — российской экономики).

В этой связи заслуживают тщательного мониторинга **не только процессы оттока капитала, но и его притока**, а также характер привлекаемых ресурсов.

В целом политика привлечения иностранных инвестиций (при всей их важности) не может носить стихийного характера, исходя из принципов «любые инвестиции хороши» и «чем больше — тем лучше». Существенно, какова доля привлекаемых внешних ресурсов в общем объеме денежной массы, как они соотносятся с ВВП. Если «короткие», ликвидные иностранные деньги будут доминировать в денежной массе, то любое их движение мо-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

жет привести к дестабилизации всей экономики (практически во всех «кризисных экономиках» Латинской Америки и ЮВА доля иностранных ресурсов в М2 и их отношение к ВВП в преддверии кризиса были очень высокими). Также необходимо учитывать факторы геоэкономического и стратегического характера.

Отметим, что в нынешней ситуации, когда отмечается избыток глобальной ликвидности, которая ищет своего применения, более «дорогой» рубль является своего рода тормозом вхождения такой «горячей» ликвидности на рынок, повышая эффективность подобного вхождения, поскольку стоимость такого входа повышается и все рублевые активы становятся для внешних спекулянтов (и остальных инвесторов) более дорогими.

Отметим, что в нынешней ситуации, когда отмечается избыток глобальной ликвидности, которая ищет своего применения, более дорогой рубль является своего рода тормозом вхождения такой «горячей» ликвидности на рынок, повышая эффективность подобного вхождения, поскольку стоимость такого входа повышается и все рублевые активы становятся для внешних спекулянтов (и остальных инвесторов) более дорогими.

К сожалению, те рычаги поддержки национального экспорта по защите внутреннего рынка, по структурированию притока инвестиций, которые могут определяться и использоваться на внутренней основе, не создавая при этом внешних рисков, пока остаются без должного внимания при формировании экономической по-

литики (речь идет о мерах налогового, тарифного, денежно-кредитного и иного характера).

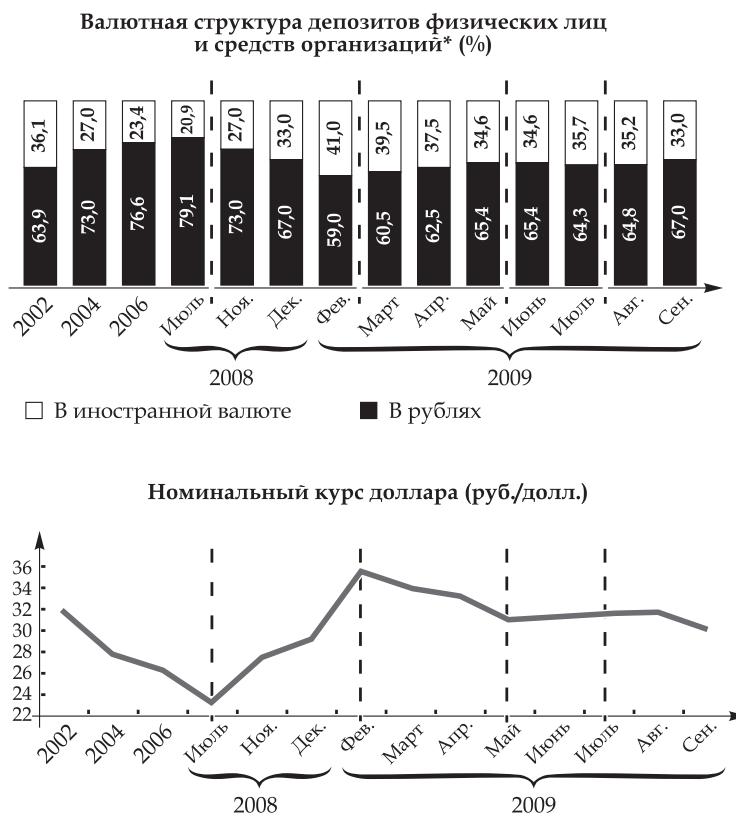
При этом, если на рынке сложится понимание, что курсовая динамика рубля не будет искусственно корректироваться в сторону снижения и большую роль в курсообразовании начнут играть объективные рыночные факторы, то это в принципе будет постепенно менять картину на валютном рынке, подталкивая к выходу из долларов и к более интенсивной работе с рублями и рублевыми инструментами (особенно если их набор расширится). Это и стало наблюдаться при изменении курсовой политики в 2003–2004 гг., когда и население, и бизнес, уловив тенденцию к удешевлению рубля, стали перестраивать свои валютные портфели, уменьшая долю долларов и увеличивая рублевый компонент.

Отметим при этом, что проведенная в конце 2008-го–начале 2009-го годов девальвация рубля значительно повлияла на валютную структуру депозитов бизнеса и населения, существенно снизив привлекательность рубля и за несколько месяцев фактически вернув ситуацию на несколько лет назад (рис. 4.1).

В целом укажем, сколь тесно взаимосвязаны между собой динамика курса и «валютные предпочтения» (как только рубль дорожал, возрастили рублевые депозиты, и наоборот), что важно иметь в виду при проведении курсовой политики.

Очевидно, если тенденция необесценения будет более устойчивой, то это в целом будет способствовать и расширению сферы действия рубля, и вытеснению доллара, т.е. дедолларизации, что также будет вести к упрощению

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 4.1. Структура депозитов и валютный курс, Россия*

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

Источник: ЦБ РФ, рассчитано по данным ЦБ РФ.

чению позиций национальной валюты, повышению к ней доверия со стороны рынка.

Фактически рыночные тенденции сделали то, что не могли сделать различные «указы» и «решения» регуляторов, направленные на дедолларизацию экономики.

**Примечание**

Мы не раз указывали, что использование долларов во внутреннем обороте существенно сужает возможности мультипликационного расширения средств и в целом подрывает позиции рубля как национальной валюты. Помимо объективных причин, связанных с не всегда ясной экономической политикой, такая ситуация долгое время подпитывалась и ожиданиями самих участников рынка относительно дальнейшего номинального обесценения рубля, поскольку они понимали, что подобная курсовая политика проводилась в целях стимулирования экспорта (рост валютных резервов ЦБ фактически свидетельствует о том, что осуществляются интервенции в поддержку доллара, не допускающие снижения его курса).

Укрепление экономики и национальной валюты является для участников рынка серьезным стимулом для проведения операций в рублях и создает дополнительную основу для инвестиционной деятельности.

Более того, еще до кризиса, с 2005 г., начали отмечаться изменения в структуре роста, когда темпы прироста продукции обрабатывающих производств существенно превысили темпы прироста добычи полезных ископаемых<sup>5</sup>.

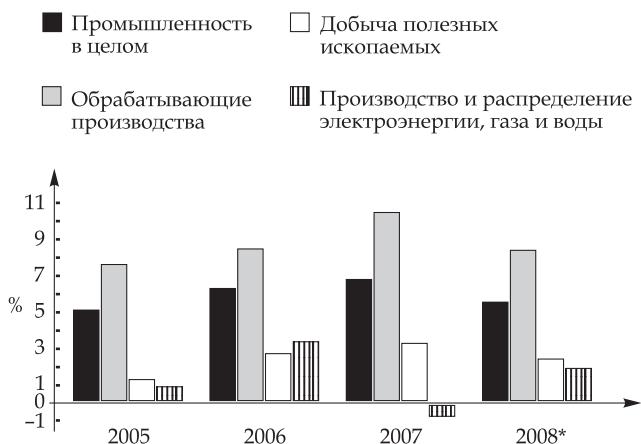
Аналогичная тенденция сохранилась и в последующем. Так, за 5 месяцев 2008 г. при росте промышленности на 5,6% и добывающих отраслей на 2,5%, обрабатывающие отрасли возросли более чем на 8% (рис. 4.2).

Еще в 2005 г., по оценкам Всемирного Банка, отмечались быстрый рост внутреннего спроса и уверенный рост в отраслях, работающих на внутренний рынок. В

---

<sup>5</sup> «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год». ЦБ РФ. С. 5.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 4.2. Темпы прироста отраслей промышленности в 2005–2008 гг., Россия (% к предыдущему году)*

\* Январь–май 2008/январь–май 2007.

Источник: Росстат.

результате делался вывод о том, что «наблюдаемые изменения в структуре промышленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля»<sup>6</sup>.

Часть отраслей обрабатывающей промышленности, ориентированных на внутренний спрос, могла и далее быстро расти под действием укрепления рубля.

Указанные тенденции в целом сохранялись до кризиса, и хотя эксперты того же Всемирного Банка задава-

<sup>6</sup> Всемирный банк. Доклад об экономике России, ноябрь 2005. № 11. С. 6.

ли вопрос о том, сколь долговременным будет перелом тенденции в обрабатывающей промышленности, они тем не менее констатировали, что часть отраслей обрабатывающей промышленности, ориентированных на внутренний спрос, «могут и далее процветать в условиях бума на внутреннем российском рынке»<sup>7</sup>.

Таким образом, можно говорить о намечавшейся тогда тенденции к улучшению **качества роста** и постепенной (пусть и медленной) переориентации «двигателей роста», во-первых, с **добывающей сферы** на **перерабатывающие отрасли** и, во-вторых, с **факторов внешнего спроса на внутренний спрос**.

Уже после кризиса — в 2010 г. — был вновь сделан вывод о том, что двигателями экономического роста в России «являются обрабатывающие отрасли и внутренний спрос»<sup>8</sup> (рис. 4.3, табл. 4.4).



*Рис. 4.3. Структура ВВП по использованию, Россия (%)*

Рассчитано ЦСА Росбанка по данным Росстата.

<sup>7</sup> Всемирный банк. Доклад об экономике России. Июнь 2007 г. № 14. С. 5.

<sup>8</sup> Всемирный банк. Доклад об экономике России. Ноябрь 2010 г. № 23. С. 5.

ТАБЛИЦА 4.4  
**ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ СЕКТОРОВ В ПРИРОСТ  
ВВП (%)**

	2009 г.	II кв. 2010 г.
Торгуемые сектора	27,1	55,2
Добыча	0,9	9,0
Обрабатывающие производства	26,3	45,8
Неторгуемые сектора	24,6	28,9
Прочие	48,3	15,9

Рассчитано ЦСА Росбанка по данным Росстата, Всемирного Банка.

Если впоследствии подобные тенденции сохранятся, их необходимо закрепить и поддерживать всеми имеющимися инструментами экономической политики. Это позволит российской экономике начать постепенно отходить от своей «экспортносырьевой» ориентации и развиваться на более прогрессивной основе с повышением роли обрабатывающих производств, что в целом должно повысить качество экономического роста.

### **О повышении роли рубля в условиях мировой финансовой нестабильности**

Кризис международной ликвидности и снижение курса доллара вновь поставили на повестку дня вопросы стабильности мировой финансовой системы в условиях глобальной турбулентности. В центре внимания оказались как вопросы о перспективах самого доллара,

так и более системные проблемы совершенствования международной финансовой архитектуры в целом. Кризис еще больше выяснил необходимость создания дополнительных точек опоры для мировой экономики, которые позволяют ей более эффективно проходить через кризисные потрясения. Действительно, валютный моноцентризм, т.е. опора на одну валюту — доллар, который преобладал в мире долгие годы, равно как и пришедшая ему на смену система, основывающаяся на двух валютах (доллар и евро), были приемлемы в отсутствие реальных валютных альтернатив, а также в условиях, когда глобальные риски были не столь остры. Когда же и США, и зона евро сами вошли в серьезную полосу кризисов, то со всей очевидностью встал вопрос о валютном полицентризме и о других балансирующих подходах.

Одним из шагов в этом направлении может быть появление нескольких резервных валют и нескольких финансовых центров.

Очевидно, что вопрос о международном финансовом центре — долгосрочная и многоуровневая проблема, и ее решение включает вопросы правового, инфраструктурного, регулятивного характера, необходимость учета фактора глобальных и внутренних рисков и многое другое.

В этой связи актуальным становится рассмотрение вопроса **о начале использования рубля в расчетах при осуществлении экспортных операций**.

Напомним, что в практике развитых стран платежи за их экспорт, как правило, проводятся в национальных валютах. И это вполне логично: ведь экспортёр уже по-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

нес издержки, связанные с производством своей продукции (зарплата, сырье и т.д.), а потому гораздо более уязвим от перепадов валютного курса и заинтересован минимизировать свой риск, рассчитываясь в своей валюте.

И хотя полная картина всех последствий и особенностей указанного шага для российских экспортеров будет ясна лишь при реальном осуществлении внешнеторговых расчетов в рублях, уже сейчас можно указать на некоторые очевидные последствия.

Во-первых, курсовой риск снимается с экспортеров и переносится на иностранных импортеров. Уже покупатели нашего экспорта должны беспокоиться о том, каков будет валютный курс между их валютой и рублем, и соответственно нести издержки по хеджированию.

Во-вторых, в результате будет постепенно формироваться мировая практика расчетов в рублях, причем рубль будет все больше рассматриваться как международное средство расчетов (пусть на начальном этапе и в небольших масштабах). Кроме того, эта мера будет способствовать формированию у иностранных центральных банков валютных резервов в рублях, поскольку в случае устойчивых и масштабных расчетов им придется иметь некие «запасы» в такой валюте. Это обеспечит постепенное вхождение рубля в мировую валютную систему, что крайне важно при достижении конвертируемости.

В-третьих, все расчеты будут в результате переводиться в «рублевую зону», когда иностранные покупатели будут вынуждены открывать соответствующие рублевые счета в российской банковской системе для про-

ведения расчетов, что в целом увеличит ликвидность в российской экономике. Даже в тех случаях, когда речь идет о поручении иностранного импортера своему банку купить рубли, то этот иностранный банк будет вынужден сначала открыть корсчет в российском банке-резиденте, на который будут затем зачислены купленные им рублевые средства. Валютные средства, конвертируемые иностранными покупателями в рубли для закупки нашего экспорта и размещаемые в российской финансовой системе, будут работать уже на российскую экономику.

В-четвертых, возрастет эффективность налогового контроля. Все платежи будут осуществляться с рублевых счетов, находящихся в рублевой финансовой системе, и могут таким образом легко контролироваться нашими регуляторами. В результате повысится собираемость налогов, поскольку вся доходная база станет гораздо более прозрачной.

В-пятых, для самих экспортёров уменьшатся «экстерриториальные» риски, связанные с возможностью применения санкций к их финансовым ресурсам (замораживание средств, мораторий по платежам и т.д.), как это может быть в случае хранения средств в иностранных банках. Мы знаем, что подобные санкции все чаще используются в последнее время.

При этом необходимо учитывать некоторые возможные риски и иные обстоятельства, с которыми может быть сопряжено использование новых подходов, в частности:

1) переход части финансовых или внешнеторговых операций с долларов на рубли будет означать соответст-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

вующий рост рублевой денежной массы и может создать инфляционные риски. Однако, пока эти рубли заняты обслуживанием указанных операций, инфляционный эффект не должен быть большим;

2) следует ожидать постепенного переноса центра тяжести с внешнего финансирования экспортных поставок на внутреннее, вызывая постепенное увеличение доли внутренних заимствований (кредитов и т.д.), осуществляемых российскими экспортными компаниями (при сокращении внешних займов). Как известно, в настоящее время значительная часть кредитов берется российскими экспортерами на внешних рынках в валюте. Затем эти кредиты гасятся по мере осуществления экспортных продаж и поступления валютной выручки. И если экспортная выручка будет в рублях, то для экспортеров это будет означать валютные риски. Чтобы их уменьшить, необходимо будет больший акцент делать на привлечение рублевых ресурсов с внутреннего рынка. Последнее же предполагает, что, во-первых, наш внутренний финансовый рынок должен стать более емким и обеспечить возникающий дополнительных спрос и, во-вторых, должны в полной мере начать действовать механизмы формирования денежного предложения (в том числе рефинансирования), в первую очередь на основе внутреннего спроса участников рынка.

В итоге возникнут дополнительные стимулы для развития внутреннего финансового рынка и для дальнейшего совершенствования инструментов денежно-кредитной политики. Все это будет способствовать укреплению финансового положения страны;

3) при таком подходе поменяются курсовые предпочтения экспортёров, которые будут заинтересованы в укреплении национальной валюты, так как им будет выгоднее получать платежи в более крепкой валюте;

Поменяются курсовые предпочтения экспортёров, которые будут заинтересованы в укреплении национальной валюты, так как им будет выгоднее получать платежи в более крепкой валюте.

4) задача формирования некоторых сегментов рынка российских экспортных товаров, где рубль выступал бы в качестве валюты цены, имеет не только «технологический», но и геоэкономический, а также политический аспект. Ее решение зависит и от того, какое место занимает Россия на тех или иных международных рынках или в интеграционных механизмах (например, СНГ, которое могло бы заложить основы указанных процессов), сколь в принципе востребован рубль третьими странами, какова в конечном итоге макроэкономическая ситуация в самой России и чего ожидать в будущем.

Кроме того, решение проблемы экспортных расчетов в рублях будет предполагать изменение многих сложившихся правил. Таких, например, как расчеты в долларах за нефть и некоторые другие товары (что выгодно в первую очередь самим Соединенным Штатам). Хотелось бы, однако, оценить, какие есть реальные доводы кроме того, что «так принято», которые действительно делали бы такую практику не подлежащей никаким изменениям.

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

ТАБЛИЦА 4.5  
**ДОЛЯ РОССИИ В РАЗНЫХ СЕГМЕНТАХ ТЭК  
В МИРЕ (%)**

	Нефть сырья	Газ
В производстве	14,0	18,2
В экспорте	14,6	22,9

Рассчитано по данным ОПЕС, Таможенной статистики РФ, МЭР РФ.

В целом, любая новая система должна, во-первых, быть четко и заранее объявлена для участников рынка и быть понятной и транспарентной. Во-вторых, подобные подходы следовало бы распространять поэтапно, например, сначала рубль можно было бы использовать в расчетах со странами СНГ, а затем — и с остальным миром. Кроме того, переход на использование рубля в расчетах должен учитывать валютную структуру уже существующих контрактов, и лишь по истечении их срока действия возможно использование новых подходов в полной мере. И, наконец, в-третьих, новая система должна опираться на стимулы, которые увеличивали бы заинтересованность участников в ее использовании. Поэтому необходим многоуровневый подход, где и при помощи налогов, и при использовании нормативов, регулирующих экономическую деятельность, и посредством других рычагов режим операций с рублями трактовался бы как **преференциальный**. В других странах, например, используют более низкие нормативы при расчете достаточности капитала в случае работы с национальной

валютой, делая их более привлекательными. Может быть, и нам подумать о подобных подходах? Нужно, чтобы участники рынка были заинтересованы в работе с рублями и чтобы таких возможностей и инструментов становилось все больше.

В любом случае вопросы будут, естественно, возникать — проблема слишком масштабная. И слишком много в ней задействовано глобальных и локальных факторов и «центров интересов». Очевидно, что процесс адекватного замещения доллара другими валютами не может быть быстрым. Очевидно и то, что он будет наталкиваться на мощное противодействие как на геополитическом, так и на геоэкономическом уровне (при всей своей актуальности он даже не включается в официально обсуждаемые вопросы на встречах G-8 и G-20).

Процесс замещения доллара другими валютами будет наталкиваться на мощное противодействие как на геополитическом, так и на геоэкономическом уровне.

Однако объективная потребность этого становится все более ощутимой. В первой половине 2009 г. стало известно, что сумма кредитов в национальной валюте (юанях), которую Китай предоставляет таким странам, как Аргентина, Индонезия, Малайзия, Беларусь, Ю. Корея, для расчетов по китайскому экспорту в эти страны, составляет свыше 600 млрд юаней (почти 100 млрд долл.). При этом говорится о необходимости уменьшения опоры на доллар и превращения юань в региональ-

ную резервную валюту. Об аналогичных интересах уже не раз заявляла Россия.

Очевидно, формироваться до своего полного решения вопрос может продолжительное время. Но главное — уже сейчас начать трезвый и объективный анализ проблемы, рассматривая возможные шаги и стимулирующие меры, взвешивая все «за» и «против», с тем чтобы уменьшить возможные риски и обеспечить бесперебойное развитие экономики в случае усиления неустойчивости в условиях растущих глобальных рисков.

В этой связи необходимо подчеркнуть ряд основополагающих вопросов.

1. Курсовая политика должна способствовать увеличению доверия к национальной валюте. Участники рынка должны понять, что курсообразование опирается на реальные экономические процессы, а не на субъективные намерения поддерживать какие-то отрасли за счет других, при этом ухудшая позиции национальной валюты и уменьшая к ней доверие.

2. Прочный рубль, курс которого обоснован рынком, способствует росту доверия к национальной валюте, дедолларизации и повышению эффективности инвестиций.

В нынешних условиях это означает, что **тенденция к удорожанию рубля и приближению его к тому уровню, который обусловлен реальными рыночными условиями (а не субъективными задачами), является объективной**.

3. Укрепление рубля было намного эффективнее любых указов по дедолларизации, вытесняя доллар.

В наших интересах сформировать рублевую, а не долларовую экономику, и чем устойчивее и дороже будут рублевые активы у населения и бизнеса, тем богаче они будут и тем охотнее они будут работать с рублями.

4. В геоэкономическом плане следует также помнить, что рублевое пространство — это то, что формируется и управляет национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами, и от того, насколько весома и стабильна будет эта рублевая среда в международной финансовой системе, зависят вес и место страны (а стало быть — и ее компаний и банков) в мире.

5. Воздействие валютного курса на экономику носит разнонаправленный характер, поэтому **необходимо использовать его в комплексе с другими регулирующими механизмами и рычагами** (обеспечивающими в том числе и стимулирование экспорта, и защиту внутреннего рынка, и достижение других — как внешнеэкономических, так и внутренних целей).

Более того, сбалансированное использование дополнительных рычагов может способствовать и реализации структурной политики, стимулируя приток необходимых видов импорта (например, аналоги которого отсутствуют на внутреннем рынке) и ограничивая приток тех товаров, производство которых необходимо на внутренней основе. Такая же целевая политика может проводиться и в плане поддержки экспорта.

6. В условиях избыточной мировой ликвидности, возникшей вследствие масштабных антикризисных вливаний в экономики развитых стран и ищущей сферы для своего приложения, дорогой (но не неоправданно доро-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

жающий)<sup>9</sup> уровень рубля может быть своего рода буфером, нейтрализующим нежелательные притоки горячих спекулятивных денег, делая стоимость самих рублевых активов, а стало быть и в целом стоимость «входа» в российскую экономику более высокой. В этой связи необходимо было бы оценить возможность ряда одновременных удорожаний, приближая курс к тому уровню, который как в большей степени учитывает общеэкономический уровень цен (с учетом ППС), так и решает задачи нейтрализации притока избыточной и краткосрочной глобальной ликвидности. Внешнеторговые последствия таких мер могут балансируться рычагами таможенной и тарифной политики, а также мерами по поддержке экспортёров. Также необходимо рассмотреть возможность одновременного (или предваряющего такое удорожание) использования рычагов, не допускающих дестабилизирующее воздействие притока и оттока спекулятивных средств.

При этом одновременно повышаются возможности российского бизнеса в плане его вхождения на рынки других стран, поскольку при более весомом рубле покупки активов в других странах будут менее затратными.

---

<sup>9</sup> Термин «дорогой» рубль предполагает статичную оценку его абсолютного значения, тогда как «дорожающий» в данном случае главный акцент делает на его динамической составляющей. В тех случаях, когда такая динамика опережает объективно обоснованные рынком изменения, это является стимулом для спекулятивных операций с валютой, когда сначала иностранные ресурсы вкладываются в данную валюту, а затем, после ее вздорожания, она продается, позволяя капитализировать прибыль. Чем менее обосновано рынком удорожание, тем больше потенциал для спекулятивного дохода.

В результате это будет означать постепенное расширение присутствия российского бизнеса на иностранных рынках не как поставщика сырья (что достигается с помощью обесценения валюты), а в качестве системных инвесторов. Такое присутствие, очевидно, будет увеличивать возможности России с точки зрения усиления влияния на ход мировых экономических процессов и поддержки своих интересов на рынках других стран.

Это будет означать постепенное расширение присутствия российского бизнеса на иностранных рынках не как поставщика сырья (что достигается с помощью обесценения валюты), а в качестве системных инвесторов.

#### Примечание

Вообще довольно странно, что стимулирование посредством курса рубля, как правило, рассматривается исключительно с точки зрения поддержки наших экспортных поставок (как мы помним, это в основном нефть и газ). Практически не рассматриваются возможности стимулирования наших инвестиций за рубежом. Понятно, что для зарубежных рынков мы интересны именно как поставщики сырья или как рынок сбыта для их продукции и нас там никто не ждет в качестве покупателей и акционеров их компаний (и отдельные попытки крупных российских участников приобрести серьезные западные активы показывают, на какие препятствия это часто наталкивается). Более того, дешевый рубль в целом является своего рода защитой западных рынков от нашего вхождения на их рынок реальных активов.

Однако это не означает, что мы должны принимать этот их интерес как некую «объективную данность» и не должны стремиться к изменению ситуации в сторону расширения нашего реального более системного присутствия на западных рынках.

Понятно, что для зарубежных рынков мы интересны именно как поставщики сырья или как рынок сбыта для их продукции и нас там никто не ждет в качестве покупателей и акционеров их компаний (и отдельные попытки крупных российских участников приобрести серьезные западные активы показывают, на какие препятствия это часто наталкивается). Более того, дешевый рубль в целом является своего рода защищкой западных рынков от нашего вхождения на их рынок реальных активов.

7. При этом не следует допускать чрезмерного отклонения валютного курса и в сторону неоправданного повышения. Помимо возникающих при этом спекулятивного давления на курс, а также общих макроэкономических последствий (когда в отсутствие необходимых мер, поддерживающих экономику, необоснованный рост импорта и сдерживание экспорта могут приобрести системный характер) указанная тенденция формирует и больший потенциал для обесценения самого курса (причем в условиях недостаточной развитости антикризисных стабилизирующих рычагов такое обесценение может быть существенно по своим размерам), что может повысить неоправданную волатильность на рынке. В связи с этим речь должна идти об удорожании в увязке с общемакроэкономическими показателями (росте производительности труда, инфляции и общем уровне цен, росте экономики в целом).

8. Важно быть готовым к использованию **рычагов валютного регулирования**, чтобы формирующаяся финансовая стабильность не была подорвана спекулятивными операциями или колебаниями мировой конъюнкту-

ры. Следует уменьшить риски «игры на повышение», когда международные спекулянты будут покупать рубли лишь на короткий срок, чтобы затем использовать подорожавший рубль для продажи, капитализировать полученную прибыль и уйти с рынка, подорвав его стабильность.

**В целом, особенно в посткризисной среде, заслуживают большого внимания вопросы контроля не только над оттоком, но и притоком капиталов.**

9. Необходимо начать проработку возможностей использования рубля в качестве валюты цены и валюты расчетов по российским экспортным поставкам.

10. Опыт финансовых кризисов последних лет показал, что «глобальные правила игры», предполагающие быстрые и огромные по своим масштабам переливы капиталов, могут серьезно подорвать экономическую стабильность и спровоцировать масштабные кризисы.

В этой связи осуществляемые меры по валютной либерализации должны сопровождаться разработкой механизмов и рычагов «чрезвычайного» характера, которые можно было бы быстро привести в действие при наступлении кризисных событий.

Даже страны с мощными экономическими и финансовыми системами (США, Япония) были вынуждены использовать широкий набор регулирующих мер, чтобы поддерживать стабильность своих финансовых и валютных рынков, а реальная либерализация во многих из них стала осуществляться лишь в конце 1980-х годов (Западная Европа, США) или в конце 1990-х годов (Япония), когда они заняли прочные позиции в миро-

вой экономике. Заметим при этом, что, например, в случае с Японией валютная либерализация и либерализация движения капиталов произошли **более 30 лет (!)** спустя либерализации текущих операций в середине 1960-х годов.

#### Примечание

Как показывает мировой опыт, набор технических, регулятивных рычагов как долгосрочного, так и краткосрочного действия по предотвращению дестабилизации на финансовом рынке достаточно велик — от ставок налогообложения в зависимости от сроков нахождения средств или норм резервирования в увязке со сроками привлекаемых внешних ресурсов до прямых количественных ограничений на ввод кратких средств.

Аналогично, чтобы не допустить расшатывающего валютный рынок притока валюты, использовались и квоты на объемы обмениваемой иностранной валюты в национальную, и более жесткие размеры валютной позиции для иностранных банков. При необходимости поддерживать баланс регулировалась структура активов и использовались количественные параметры, предписывающие банкам процентные соотношения вложений в иностранную и национальную валюты в структуре активов. Также может регулироваться и структура пассивов.

Учитывая, что российская экономика уже в большой мере либерализована, основной акцент в данном круге вопросов, как представляется, теперь должен делаться на разработку антикризисных механизмов, способных нейтрализовать воздействие «внешних шоков».

11. В целом, важное значение должны играть меры, стимулирующие развитие внутреннего финансового рынка и делающие операции на нем более привлекатель-

ными по сравнению с внешними инвестициями. Важную роль должны играть резервные требования, устанавливаемые балансовые нормативы, налоговые рычаги, которые будут трактовать внутренние рублевые операции как более предпочтительные по сравнению с внешними валютными ресурсами (привлечение которых в условиях нестабильности может быть связано с большим кругом геоэкономических и политических рисков).

12. Обоснованная валютная политика должна привести к формированию стабильного рублевого пространства, необходимого для нормальной экономической деятельности в стране и роста инвестиций. Необходима также правильная увязка валютной политики с основными экономическими направлениями, способствующими укреплению экономики (ипотека, малый бизнес, финансовый сектор и др.), что должно привести к укреплению позиций национальной валюты внутри страны и ее постепенному вхождению в мировую экономику. Это необходимо как с точки зрения создания условий для конвертируемости, так и в плане превращения рубля в полномасштабный финансовый инструмент.

13. Сама валютная политика должна быть тесно интегрирована в денежно-кредитные и бюджетные механизмы. Это будет иметь позитивный эффект с точки зрения укрепления геоэкономических позиций страны и формирования условий для устойчивого экономического развития.

14. Разноплановый характер стоящих задач требует четкой координации при их решении. Если глобальным финансовым рискам будут противопоставлены лишь разобщенные действия регуляторов на отдельных сегмен-

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

тах рынка, то на успех рассчитывать будет трудно. В этой связи при выработке и реализации подходов необходима эффективная координация со стороны регулирующих органов (Минфина, ЦБ, МЭРТа, ФСФР и др.) для разработки и успешного осуществления требующихся мер.

\* \* \*

Очевидно, все эти задачи не могут быть решены сразу — для этого нужны и консолидированная заинтересованность экономических участников, и воля экономических властей, и объективные экономические условия, и многое другое. Но в любом случае нужно начинать системную работу, формирующую прочные основы для устойчивого и долгосрочного развития страны, позволяющие эффективно интегрироваться в глобальную экономику и укреплять позиции национальных рынков и национального бизнеса.

# 5

---

## Фондовый рынок

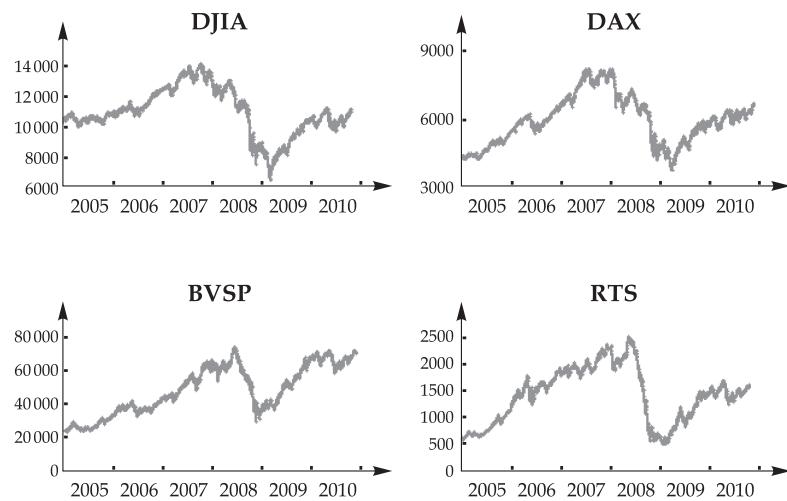
Фондовый рынок — одна из наиболее чувствительных сфер, которая мгновенно реагирует на кризисные события. В глобальной экономике, когда взаимосвязь рынков усиливается, фондовые рынки многих стран часто движутся синхронно.

Напомним, что мировым финансовым рынкам последних лет в целом была свойственна определенная настороженность — рынки не полностью успокоились после кризисных событий конца 1990-х годов. Эти настроения поддерживались геополитическими факторами (Ближний и Средний Восток и др.) и рядом экономических причин — усилились глобальные дисбалансы, проявившиеся в неравномерности роста и появлении новых центров конкуренции (БРИК и др.), что обострило борьбу за рынки сбыта и источники финансирования.

В таких условиях любые негативные тенденции или новости могут нарушить финансовую стабильность, особенно на таких чувствительных рынках, как фондовый,

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

который отчетливо приобрел черты глобального рынка, когда динамика основных индексов в разных странах часто практически симметрична (рис. 5.1).



*Рис. 5.1. Котировки фондовых индексов*

Источник: Bloomberg.com, rts.ru.

При этом глобальный характер фондовых рынков является сильной стороной мировой экономики лишь в условиях стабильного развития. Когда же и в мире, и в отдельных странах возникают экономические проблемы, то преимущества открытости в плане эффективного размещения ресурсов оборачиваются своей противоположностью — масштабными перетоками «горячих» денег, падением котировок, усилением нестабильности.

На нынешнем этапе мирового развития резко возросла роль финансовых рынков в экономике, чей объ-

ем значительно превышает объемы ВВП (в тех же США доля рынка акций, долговых и производных инструментов и др. составляет не менее 400% ВВП). По сути мы имеем дело с ситуацией, когда финансовый рынок, будучи производным, вторичным относительно экономики, часто оказывает на нее решающее воздействие.

По сути мы имеем дело с ситуацией, когда финансовый рынок, будучи производным, вторичным относительно экономики, часто оказывает на нее решающее воздействие.

Более того, на нынешнем этапе этот рынок часто в состоянии оказывать даже большее влияние на экономику, чем экономика — на финансовый рынок (как это уже не раз бывало и в мире, и в России). На самом фондовом рынке при этом нередко бывали еще более противоречивые взаимозависимости. Так, если вспомнить период перегрева акций «новой экономики» начала 2000-х годов в США, то можно было отметить следующую «связку»: мировая экономика в большой мере зависит от состояния американской экономики, та в свою очередь зависит от американского фондового рынка, а этот рынок в значительной степени определяется котировками 10–15 компаний, большинство из которых — компании новой экономики, место которых на рынке представлялось многим небесспорным. (Потом, отметим, и произошла масштабная коррекция, когда индекс NASDAQ обесценился более чем на 60%).

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Котировки российских акций также существенно снизились, показав, что даже внешне благополучные фундаментальные показатели (рост экономики, снижение инфляции) в наших условиях не играют первостепенной роли. Это поставило на повестку дня вопросы о том, каковы основы нашего фондового рынка, как ослабить его спекулятивный характер и, наконец, каковы возможные стабилизирующие меры в случае кризиса.

Поскольку в значительной степени процессы на российском рынке акций подталкиваются действием иностранных участников, выводящих свои ресурсы с российского рынка (что лишь напоминает такие очевидные вещи, что любой приток ресурсов может смениться его оттоком, причем причины смены настроений могут лежать далеко за пределами объекта инвестиций), это делает необходимым анализ вопросов уменьшения внешних рисков в целом. Более того, необходимо оценить, насколько наши экономические механизмы и подходы в принципе готовы к кризисному развитию событий на рынке в условиях deregулирования и глобальной интеграции.

Учитывая при этом, что фондовый рынок все больше становится объектом инвестирования со стороны населения и его динамика приобретает, таким образом, не только экономическую, но и социальную составляющую, указанные проблемы требуют тем более тщательного анализа. Именно поэтому тенденции на фондовом рынке постоянно привлекают к себе внимание руководства страны и ставят на повестку дня вопросы о разработке стабилизирующих механизмов.

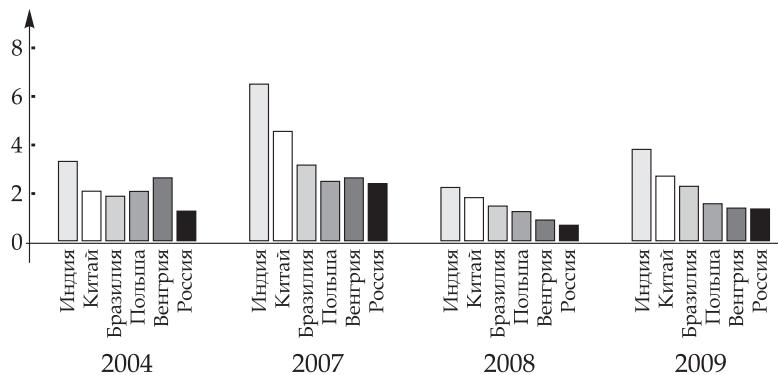
В мире также оценивают риски глобальных пузырей в условиях глобальной интеграции. Еще в первой половине 2007 г. инвесторы столкнулись с падениями на фондовых рынках, возникшими из-за напряжения на американском рынке ипотечных кредитов «пониженного качества» и усилившимися негативными новостями с азиатских рынков. Некоторое время спустя бывший председатель ФРС А. Гринспен высказался о перегреве китайского фондового рынка, что вновь отразилось на мировых и российских индексах. Наконец, часто вспоминали события двадцатилетней давности, когда произошел обвал на американском фондовом рынке в октябре 1987 г. В связи с этим в целом постоянно возникает вопрос, насколько антикризисный потенциал мировой финансовой системы адекватен новому масштабу глобальных вызовов? Насколько возможно формирование альтернативных точек опоры и новых источников роста в противовес возможным кризисным тенденциям?

Особенностью современного посткризисного этапа фондового рынка является то, что для целого ряда стран, в том числе России, он существенно недооценен. Эти особенности, по крайней мере в случае с Россией, были присущи ему практически всегда. Еще в 2000 г. мы указывали о наличии такого явления, когда подчеркивали, что существует «недооценка значительной части российских внутренних активов»<sup>1</sup>. Такая ситуация в целом сохраняется и в настоящее время.

---

<sup>1</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000. С. 315.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 5.2. Price-to-book ratio (P/B) в ряде стран*

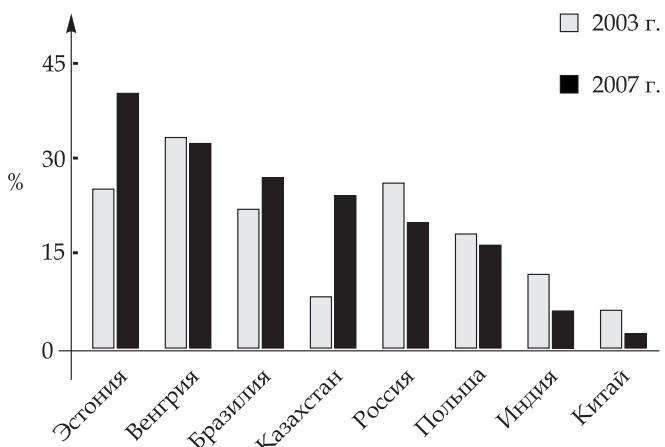
Источник: IMF, 2008, 2010.

Об этом же свидетельствует соотношение рыночной и балансовой стоимости, по которому Россия находится во второй части «турнирной таблицы». Эффекту недооценки способствует также фактор недооцененного курса рубля, который при пересчете делает конечную цену (выраженную в валюте) российских акций более низкой. (О курсовых тенденциях мы говорили в гл. 4.)

Следует в целом отметить ряд важных обстоятельств.

1. На российском рынке акций нерезиденты играют традиционно большую роль (рис. 5.3). Причем в преддверии кризиса 1998 г. эта роль была абсолютно доминирующей, что влияло на рынок в целом, а в конечном итоге привело к его обвалу (когда иностранные инвесторы стали быстро и масштабно продавать российские бумаги и переводить средства за рубеж).

## *Фондовый рынок*



*Рис. 5.3. Иностранные участники на рынке ценных бумаг  
(% от капитализации рынков)*

Источник: World Bank, 2010.

### Примечание

По некоторым оценкам, в преддверии кризиса 1998 г. около 90% несвязанных пакетов акций (т.е. акций, реально обращающихся на рынке) принадлежало нерезидентам<sup>2</sup>.

При этом с учетом незначительного объема финансовых ресурсов на рынке даже небольшими средствами можно было существенно воздействовать на изменения котировок. Так, потратив суммы в пределах 20 млн долл., можно было на десятки процентов обрушить котировки любого эмитента<sup>3</sup>. При этом, когда объем торгов на рынке в условиях кризиса резко сжался, речь могла идти о значительно меньших суммах, которые могли повлиять не только на котировки одного эмитента, но и на весь рынок.

<sup>2</sup> Эксперт. 1998. 13 июля.

<sup>3</sup> Компания. 1998. 21 июля. С. 16.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Аналогично, на таком важном сегменте финансового рынка, как ГКО, при его общем объеме чуть более 60 млрд долл. свыше 20 млрд долл. приходилось на нерезидентов<sup>4</sup>.

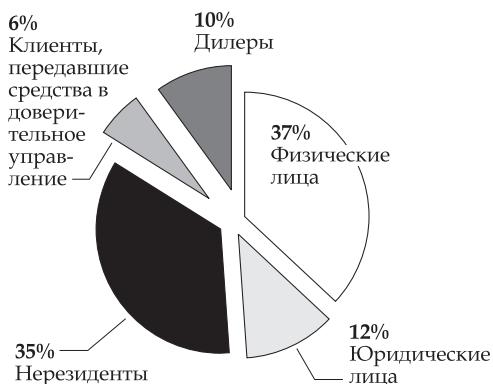
В настоящее время российский фондовый рынок стал, конечно, более зрелым, и роль национальных участников возросла. Доля нерезидентов до кризиса формально составляла около 30%. Однако при этом необходимо учитывать, что иностранное участие осуществляется и через российских держателей (в том числе банки-резиденты с иностранным участием) и других российских участников, которые могут выступать в качестве номинальных держателей, представляющих интересы нерезидентов<sup>5</sup>.

В результате, по мнению экспертов, доля нерезидентов на российском рынке акций составляет не менее 40%. Очевидно, иностранные участники часто ориентируются не только на состояние российского рынка, но и на глобальную инвестиционную стратегию материнских банков. При этом последние часто принимают решения по структуре портфеля, руководствуясь ситуацией на мировых рынках в целом, и любые события в развитых или развивающихся странах (даже не являющихся непосредственными объектами инвестирования) могут существенно повлиять на объемы инвестиций,

---

<sup>4</sup> Подробнее см.: Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000; Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005.

<sup>5</sup> Следует также учитывать тот факт, что российские финансовые ресурсы, выведенные ранее за рубеж, могут также возвращаться в страну, формально имея статус нерезидентов.



*Рис. 5.4. Структура участников рынка акций на ММВБ\**  
(окт. 2008 г., %)

\* По объему торгов.

Источник: ММВБ.

вызвав перевод средств в активы, считающиеся более надежными.

Так, в период лета-осени 2007 г. отмечался ряд особенностей, связанных с ухудшением ликвидности для глобальных инвесторов, чьи фонды попали в сложное положение (из-за рассмотренных тенденций на рынке ипотеки и других причин). В таких условиях иностранные инвесторы на российском рынке продают часть своих российских активов, причем делают это постепенно (чтобы не обвалить рынок и не потерять от падения акций). Сами продажи, как правило, осуществляются в момент локального подъема котировок, что нарушает в результате общую динамику подъема и не позволяет ему приобрести более устойчивый характер.

С точки зрения стабилизации положения на финансовом (фондовом) рынке ситуация для самих россий-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

ских участников осложняется еще и тем, что они во все большей мере начинают зависеть от внешних источников финансовых ресурсов.

2. Важны также и меры по усилению национального компонента фондового рынка, которые начали осуществляться ФСФР некоторое время назад и уже дают определенные результаты (рис. 5.5).



*Рис. 5.5. Объем IPO/SPO российских компаний (млрд долл.)*

Источник: ММВБ.

3. Необходимы диверсификация фондового рынка и превращение его в эффективный инструмент перетока ресурсов, более тесно интегрируя его в реальную экономику. (Этому также будут способствовать перечисленные выше меры по повышению роли процентных ставок и расширению каналов денежного предложения.)

Пока российский фондовый рынок слабо связан с реальной экономикой и по сути формируется 7–8 крупными, преимущественно сырьевыми, эмитентами, чье положение на фондовом рынке не отражает их роли в экономике (в ВВП). Подобные несоответствия имеют насторож

живающие исторические аналогии. Мы помним те перекосы, которые отмечались на фондовом рынке США начала 2000-х годов, когда он вошел в полосу длительного падения. Тогда общая капитализация американского фондового рынка составляла немногим более 10 трлн долл., причем на 10 компаний «новой экономики» приходилось почти 25%. При этом разрыв между ценами на акции «новых» и «старых» компаний достигал порой шокирующих размеров. К примеру, акции такой уважаемой компании, как US Steel, оценивались рынком почти в 200 (!) раз дешевле, чем акции Intel или Microsoft. Очевидно, что рано или поздно реальные экономические соотношения и закономерности должны былинести свои коррективы — в итоге только за 2000 г. индекс NASDAQ снизился почти на 60%, а в целом падение продолжалось более 3 лет. И, как уже говорилось, именно за это время ФРС был вынужден 13 раз снижать учетные ставки, чтобы поддержать и экономику, и финансовый рынок.

#### Еще раз о прогнозах

В этой связи напомним, что еще на подъеме американского рынка — в 1999 г. — и за несколько месяцев до начала падения котировок нами подчеркивалось: «Очевидно, что американский фондовый рынок “перегрет” и потенциально может произойти существенное падение котировок»<sup>6</sup>. Академик Н.А. Симония, являвшийся в то время акаде-

---

<sup>6</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика 2000. С. 23.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

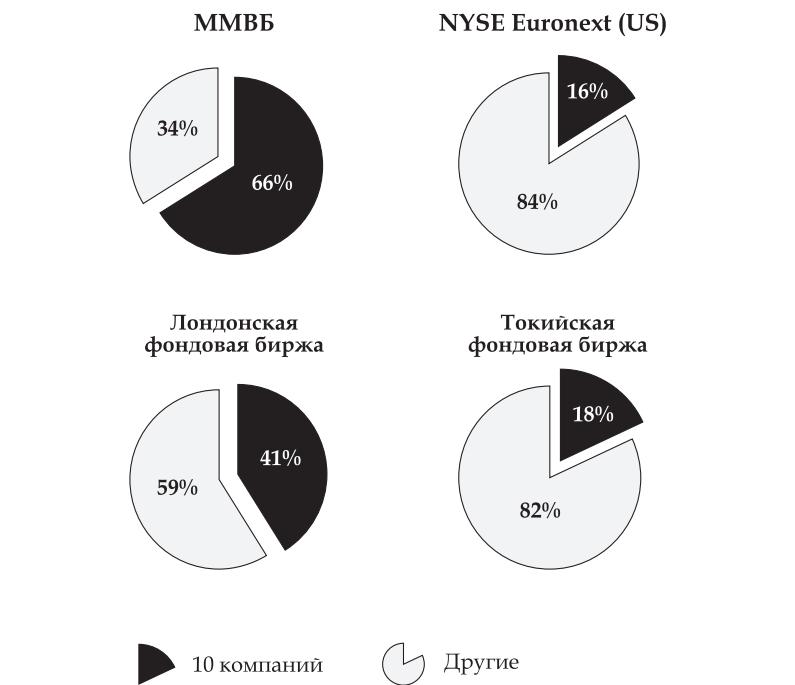
миком-секретарем отделения международных отношений РАН, писал: «Книга (Ершова. — Ред.) была подписана в печать в октябре 1999 г. На фоне общего экономического благополучия США, благоприятных показателей экономического роста, низкого уровня безработицы, неуклонного повышения котировок такой вывод мог бы показаться чрезмерно алармистским. Но прошло менее полугода, и к середине апреля обозначилось резкое падение индекса NASDAQ» (Известия. 2000. 25 апр.).

Но тогда наш собственный фондовый рынок играл в российской экономике относительно небольшую роль. Сейчас же, учитывая и степень открытости нашей экономики, и возросшее значение самого фондового рынка, нужно очень тщательно оценивать как мировые тенденции, так и возможные стабилизирующие меры на российском рынке. Поскольку глобальные ипотечные проблемы никуда не исчезли, а кризису лишь не дали развиться, уменьшив его остроту в текущем плане, возможно проявление его последствий в будущем — как в плане падения котировок, так и повышенной волатильности в целом. Это делает роль стабилизирующих механизмов тем более высокой.

Высокая концентрация небольшой группы акций, характерная для нашего рынка, делает его менее устойчивым по сравнению с рынками развитых стран (рис. 5.6).

Более того, роль компаний или отраслей на рынке не отражает их значения в экономике и их доли в ВВП (рис. 5.7), что делает также актуальным вопрос о том,

## *Фондовый рынок*



*Рис. 5.6. Доля 10 крупнейших компаний в капитализации ряда фондовых рынков (в 2009 г., %)*

Источник: ММВБ, The World Federation of Exchanges.

насколько эффективным инструментом является наш фондовый рынок с точки зрения обеспечения необходимого перетока ресурсов и отражения рыночных тенденций в экономике в целом.

Очевидно, диверсификация инструментов на фондовом рынке должна увеличить его точки опоры, одновременно расширяв возможности для перетока средств между инструментами (и секторами). В свою очередь, указанная диверсификация должна быть следствием

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 5.7. Основные отрасли, формирующие фондовый рынок, и их доля в ВВП, Россия (%)*

\* Рассчитано по доле акций 8 крупнейших компаний ТЭК и 5 крупнейших банков в общем обороте торговли акциями (данные на середину декабря 2009 г.).

Рассчитано по данным Росстата, ММВБ.

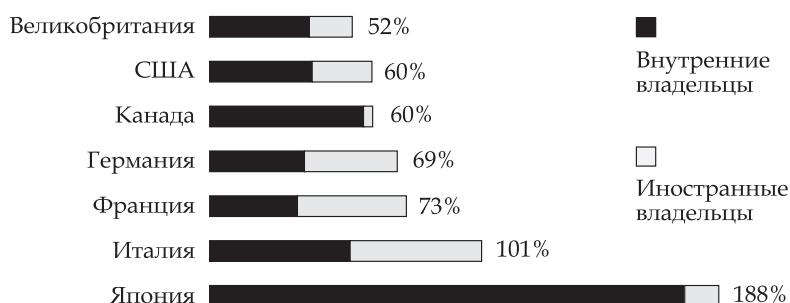
мер по диверсификации экономики в целом и формированию более сфокусированных подходов структурной политики.

4. Иностранные участники на фондовом рынке в условиях глобальной экономики очевидно неизбежно. Однако важно при этом, чтобы на зреющем сложившемся рынке его основу представляли, во-первых, 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.

Однако даже сейчас, если начать создавать адекватную внутреннюю базу финансовых ресурсов, формируя при этом стимулы для российских участников работать внут-

ри, то перекос в сторону иностранного участия и связанные с этим риски могут постепенно уменьшиться. Вообще, если речь идет не о спекулятивном капитале, а о реальных инвесторах, то обычно присутствуют предпочтения «своего рынка» (явление, получившее название **home bias** — «домашних преференций») (рис. 5.8).



*Рис. 5.8. Структура владельцев государственного долга (2008 г., % к ВВП)*

Источники: BIS; IMF; McKinsey; центральные банки.

Одновременно следует использовать рычаги, направленные на дестимулирование спекулятивных средств (например, устанавливая налоги при репатриации в зависимости от срока нахождения на рынке), поощряя в то же время приток более длинных ресурсов.

Так, в КНР для укрепления национальной основы фондового рынка и усиления его неспекулятивного характера были введены различия по типам акций (к акциям типа А были допущены только резиденты, а иностранные участники допускались только к акциям категории В (их выпускает лишь небольшое число публичных компаний)). Хотя с 2003 г. стал возможен доступ

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

иностранцев к акциям типа А (когда были введены принципы «Квалифицированного иностранного институционального инвестора» — qualified foreign institutional investors, эти инвестиции сопряжены с ограничениями по объемам, нахождению на рынке и репатриации средств. В частности, компания — инвестор должна иметь стаж не менее 5 лет работы на рынке (для страховых или управляющих компаний) и объем активов в управлении не менее 10 млрд долл.). Инвестиционная квота даже для таких серьезных участников, как Citibank или HSBC, составляет соответственно около 600 млн долл. и 300 млн долл. Жестко фиксируются относительные объемы вложений (не более 10% общего числа акций компании), период нахождения средств в стране (не менее 1–3 лет в зависимости от вида инвестиций) и условия репатриации, которая должна осуществляться долями в течение периода от 4 месяцев до 1 года.

Для уменьшения расшатывающего воздействия на рынок можно регулировать маржинальную торговлю, контролировать использование «плеча», использовать страховые депозиты и т.д. При этом речь должна идти и о фьючерсных сделках.

В принципе, меры, предотвращающие обвал фондового рынка и экономики, были не раз апробированы в прошлом и в самом общем виде сводятся к двум основным подходам в случае формирования «финансового пузыря». Первый предполагает меры, тормозящие рост цен на активы, — повышение процентных ставок, введение регулирующих мер. Второй подход основывается на более радикальных решениях — «пузырю» дают воз-

можность лопнуть, а затем используется весь арсенал средств по стабилизации положения — на рынок вбрасывается ликвидность, снижаются процентные ставки и т.д. То же самое происходит и в случае непредсказуемого падения котировок.

Фондовые кризисы последних десятилетий, как правило, решались на основе второго подхода.

### Октябрь 1987 г.

«Центральные банки играют решающую роль, реагируя на резкие финансовые потрясения», — сказал А.Гринспен на слушаниях в Конгрессе США в феврале 1988 г., подчеркивая основополагающую роль регуляторов в кризисные моменты.

Когда за один день — 19 октября 1987 г. — индекс S&P упал на 20%, ФРС мгновенно принял меры по нормализации положения: была снижена ставка рефинансирования (что вызвало снижение других ставок и удешевление финансовых ресурсов). Одновременно была добавлена ликвидность в финансовую систему через операции на открытом рынке, либерализована система торговли казначейскими облигациями, увеличились часы работы торговой системы. Коммерческим банкам были предоставлены ресурсы для кредитования других участников финансового рынка. Для того чтобы успокоить рынок, уже на следующий день ФРС заявил: «Федеральный Резерв, в соответствии со своими обязанностями Центрального банка Нации (Nation's central bank), подтверждает готовность служить источником ликвидности для поддержки экономической и финансовой системы». Работа велась и на персональном уровне —

старшие сотрудники ФРС контактировали с руководством ведущих американских банков, координируя предоставление кредитов клиринговым домам и иным участникам. В результате этих и иных мер ситуация была вскоре поставлена под контроль.

### **Осень 1998 г.**

Чтобы стабилизировать рынки после кризисов в Юго-Восточной Азии и России, только в сентябре-ноябре ФРС 3 раза снижала ставку по федеральным средствам, а также дисконтную ставку. Для снятия напряжения в финансовую систему была добавлена необходимая ликвидность через покупку ценных бумаг.

### **Сентябрь 2001 г.**

Масштаб шока событий 11 сентября 2001 г., а также специфика экономики, ставшей уже глобальной и предполагающей качественно иной уровень рисков, означал необходимость и принципиально иных подходов, которые до этого в таком объеме не использовались.

Все увидели, какое количество стран и с какой синхронностью снизили процентные ставки — США, еврозона, Великобритания, Швейцария, Канада, Швеция, Япония, Дания, другие страны. При этом самими США ставка снижалась за короткое время несколько раз.

Кроме того, для стабилизации курса доллара ФРС и ряд центральных банков достигли соглашения об ограничениях по операциям с долларами в первые дни работы рынков после 11 сентября. Одновременно была предоставлена дополнительная ликвидность рынку для снятия паники по всем возможным каналам. Так, ФРС

открыл линии своп ряду центральных банков (ЕЦБ, Великобритании, Канады) на сумму около 100 млрд долл., предусматривавшие обмен их национальных валют на доллары. Еще около 300 млрд долл. было добавлено в финансовую систему через покупку ФРС и ЕЦБ различных финансовых активов.

Важнейшую роль сыграли механизмы рефинансирования, объемы которых были резко расширены. Только за 12 сентября объем ресурсов, полученных коммерческими банками у ФРС через «дисконтное окно», превысил средние показатели обычных дней более чем в **200 (!) раз**.

Для приостановления падения курсов акций был использован и совсем нетрадиционный шаг, явно не относящийся к рыночным методам регулирования: были «добровольно» введены самоограничения по «коротким операциям» со стороны самих участников рынка (хедж-фондов и др.) — мера, к которой основной регулятор — американская комиссия ценных бумаг — отнеслась поощрительно. Напомним, что «короткие» операции (т.е. принятие обязательств на продажу бумаги часто при ее фактическом отсутствии у продавца и покупка ее затем на рынке по более низкой цене для выполнения этих обязательств) являются одним из основополагающих элементов финансовых спекуляций и всего финансового рынка (их эффект мультиплицируется при использовании дополнительных средств — заемного плеча). При игре на понижение эти операции увеличивают глубину падения рынка. Такие же меры играли большую роль в качестве противодействия развитию последнего кризиса. В частности, США определили ряд

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

компаний, на которые такие ограничения распространялись (2008 г.)<sup>7</sup>.

На схожие меры шли регуляторы целого ряда стран, в том числе России (табл. 3.3 в гл. 3).

Укажем, что вовлеченность многих государств в межстрановые регулирующие процессы свидетельствует о том, что нынешний масштаб проблем столь серьезен, что для их решения часто необходимы совместные усилия на основе использования широкого диапазона мер.

## **Растущая роль акций**

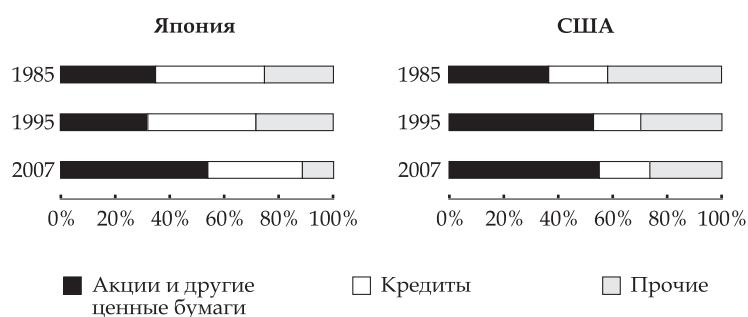
Масштабы и волатильность рынка акций всегда делали его потенциальным источником кризисов. Эта проб-

---

<sup>7</sup> Список состоял из 19 компаний и включал:

1	BNP Paribas Securities Corp.	11	HSBC Holdings PLC ADS
2	Bank of America Corporation	12	J. P. Morgan Chase & Co
3	Barclays PLC	13	Lehman Brothers Holdings Inc.
4	Citigroup Inc.	14	Merill Lynch & Co., Inc.
5	Credit Suisse Group	15	Mizuho Financial Group, Inc.
6	Daiwa Securities Group Inc.	16	Morgan Stanley
7	Deutsche Bank Group AG	17	UBS AG
8	Allianz SE	18	Freddie Mac
9	Goldman, Sachs Group Inc.	19	Fannie Mae
10	Royal Bank ADS		

лема стала особенно значимой при увеличении роли этого рынка как источника финансирования, что стало отчетливо отмечаться к середине 2000-х годов (рис. 5.9).



*Рис. 5.9. Источники средств частных нефинансовых организаций в Японии и США (%)*

Источник: Банк Японии; U.S. Fed.

Увеличение непредсказуемости этого рынка стало еще более очевидным с ростом роли на нем внешних инвесторов. Американские участники были одними из тех, кто в 1990-е–2000-е годы максимально быстро стали наращивать свои портфели акций в других странах (рис. 5.10).

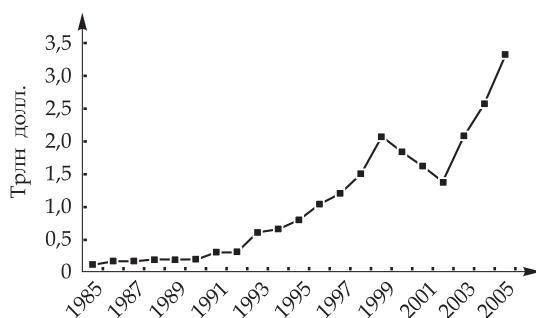
Хотя при инвестировании за рубеж возросла роль различных видов ценных бумаг, именно акции наиболее значительно увеличили свою долю в инвестиционных портфелях американских участников рынка (рис. 5.11).

На российском рынке акций нерезиденты играют традиционно большую роль (мы говорили об этом выше).

Эта ситуация усугубляется также тем, что и для остальной экономики и финансовой сферы роль внешнего

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

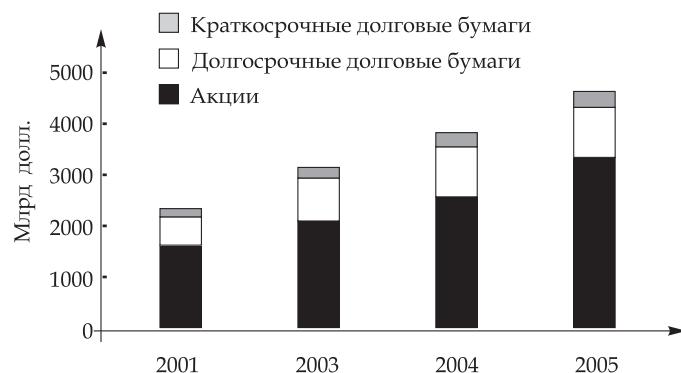
---



*Рис. 5.10. Динамика объема зарубежных акций у американских держателей (трлн долл.)\**

\* По состоянию на конец года.

Источники: NBER, June 2006; U.S. Department of Treasury; FRS of New York, Dec. 2005, Dec. 2006.



*Рис. 5.11. Структура зарубежных ценных бумаг у американских резидентов (млрд долл.)\**

\* По состоянию на конец года.

Источники: U.S. Department of Treasury, FRS of New York, Dec. 2005, Dec. 2006.

фондирования высока. Причем критически важно то обстоятельство, что формирование денежного предложения по-прежнему основывается на притоке валюты, а не на внутренних источниках (об этом мы подробно говорили в гл. 3), что увеличивает риски внешних шоков, усиливая нестабильность фондового рынка.

Критически важно то обстоятельство, что формирование денежного предложения по-прежнему основывается на притоке валюты, а не на внутренних источниках, что увеличивает риски внешних шоков, усиливая нестабильность фондового рынка.

Причем если в целом кризис несколько снизил объемы привлечения российскими компаниями и банками на внешних рынках, то совокупная доля внешнего фондирования для банковского сектора оставалась высокой (рис. 5.12).



Рис. 5.12. Средства, привлеченные с внешних рынков

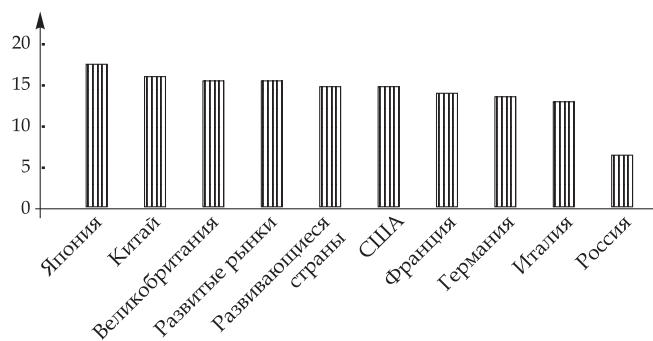
Источник: ЦБ РФ.

При этом учитывая, что большую роль на рынке играют нерезиденты, укажем, что для них важна ставка рефинансирования в их странах, откуда они привлекают ресурсы для инвестиций. Поэтому даже если наша ставка и заработает, то ее эффект будет размываться иностранным участием. Это тем более ощутимо, когда внутренние механизмы формирования ликвидности развиты недостаточно и все большую роль начинают приобретать внешние источники финансирования, на которые опирается российский бизнес, внешний долг которого постоянно растет.

В связи с этим возникают принципиальные вопросы системного характера о необходимости усиления внутренних основ формирования ликвидности и финансирования экономического роста в стране. Более того, шаги в этом направлении усилият связь между фондовым рынком и экономикой.

5. Стабилизирующую роль должно сыграть установление более четких экономических ориентиров на самом фондовом рынке. В настоящее время практически отсутствует четкая, экономически обоснованная дивидендная политика, которая была бы связана с реальными экономическими показателями компании и отражала бы инвестиционные риски. Очевидно, что в нынешних условиях ценового роста акций, при том что еще не устоялась структура самого рынка, дивидендная политика играет относительно малозначимую роль при принятии инвестиционных решений. Это в итоге делает фондовый рынок еще больше «вещью в себе», а его связь с реальной экономикой и общекономическими индикаторами фактически не может быть четко formalизована.

на на языке цифр, что лишает инвесторов необходимых ориентиров. С учетом недооценки стоимости российских акций, а также дивидендной политики соотношение Р/Е для российского рынка находится ниже уровня многих стран (рис. 5.13), отражая тем самым возможные более высокие риски рынка<sup>8</sup>.



*Рис. 5.13. Price-Earning ratio (P/E) в ряде стран в 2010 г.  
(оценки)*

Источники: The Economist, Oct. 2010; Morgan Stanley, Feb. 2010.

6. События 2007 г. говорят о возможном формировании качественно новых явлений на глобальном фондовом рынке. Если на ранних этапах глобализации, как правило, изменения на фондовых рынках развитых экономик (в первую очередь США) сразу же отражались

<sup>8</sup> Учитывая, что величина, обратная значению Р/Е, фактически показывает уровень доходности данного инструмента (т.е. то, чем в большей степени руководствуется инвестор при принятии решений о размещении средств) на рынке, можно сделать вывод, что относительная доходность российских акций более высока, чем на других рынках (где эта величина в целом корреспондирует с доходностями других инструментов и, как следует из графика, составляет примерно 7–10%).

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

на остальном мире, то некоторые последние примеры позволяют предположить формирование некоторой автономности фондовых рынков — когда падение американских акций не всегда отражалось, например, на азиатских или российском рынках, а массовый вывод средств инвесторов из акций развивающихся стран (например, в конце лета 2007 г.) касался в основном лишь спекулятивных участников, тогда как стратегические инвесторы, возможно, начали искать рынки — «убежища» для сохранения своих активов и оставили часть своих ресурсов на рынке. Эти явления носили кратковременный характер, и более того, сама концепция «decoupling» стала в целом оспариваться. Тем не менее, если эти явления в будущем будут приобретать устойчивый характер, то это увеличит возможность формирования национальных основ рынка и сделает возможным создание стабилизаторов на основе региональных рынков, уменьшающих риск глобального падения в целом. Аналогичная автономность все чаще в целом прослеживалась и в общеэкономических тенденциях, что среди прочего объясняется повышением значения факторов внутреннего спроса, диверсификацией роста национальных экономик и новыми источниками роста. Сам факт появления таких тенденций автономизации рынков и сохранения указанных явлений в течение определенного времени заслуживает внимания и может означать возможность формирования новых стабилизирующих основ посткризисного мира. Тем более учитывая, что тенденция по автономизации может стать более отчетливой, если в условиях новых рисков будут усиливаться протекционистские тенденции и расширяться меры по

## *Фондовый рынок*

---

регулированию движения капиталов, а попытки «мирового сообщества» по недопущению введения таких мер будут безуспешны.

Все это еще больше повышает актуальность формирования эффективных внутренних основ функционирования экономики и финансового рынка.

Важно системное решение задач повышения качества роста российской экономики, формирования новых источников финансовых ресурсов, выработки эффективных стабилизирующих механизмов финансового рынка. Важнейшим элементом указанных процессов должно быть увеличение роли внутренних источников формирования финансовых ресурсов, что уменьшит степень зависимости от мировой конъюнктуры и создаст дополнительные стабилизирующие точки опоры для будущего развития.

# 6

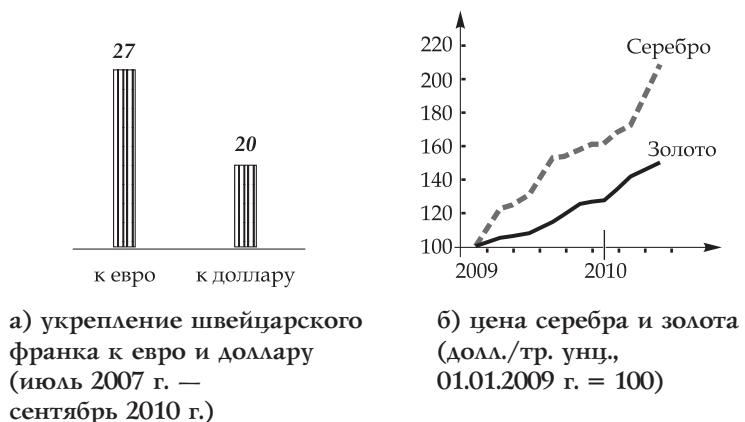
---

## О реформах и перспективах

Рынки, очевидно, продолжают весьма напряженно воспринимать происходящее. Несмотря на намечающийся перелом в негативных тенденциях мировой экономики (начало экономического роста, медленное увеличение кредитования, возобновление эмиссии ценных бумаг), целый ряд косвенных индикаторов, которые обычно являются хорошей иллюстрацией реального настроения инвесторов, говорят о негативных ожиданиях участников рынка.

Устойчиво наблюдается рост котировок золота и серебра, которые бьют ценовые рекорды, отражая высокую неуверенность инвесторов относительно перспектив экономики и их желание инвестировать свои средства в наименее рисковые активы. В условиях избытка долларовой ликвидности и риска для самого доллара и всей валютной системы начинает расти роль швейцар-

ского франка, традиционной «валюты-убежища» во времена кризисов (рис. 6.1).



*Рис. 6.1.*

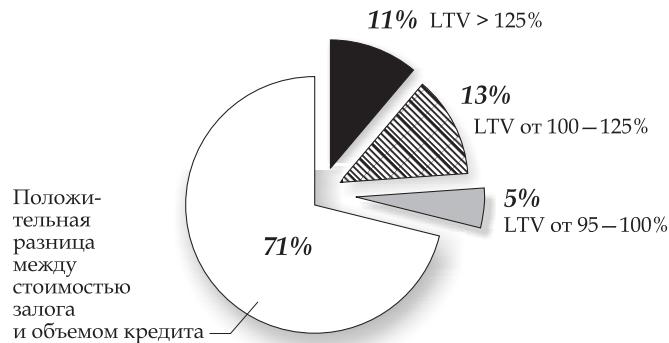
Рассчитано по данным [www.kitco.com](http://www.kitco.com)

Нерешенные проблемы на рынке ипотеки США также создают риски формирования источников новых кризисных обострений.

Низкое обеспечение кредитов залогами (соотношение LTV — loan-to-value) сохраняет возможность будущих дефолтов и поддерживает предпосылки для новых всплесков кризиса в будущем (особенно если ипотечные цены будут снижаться).

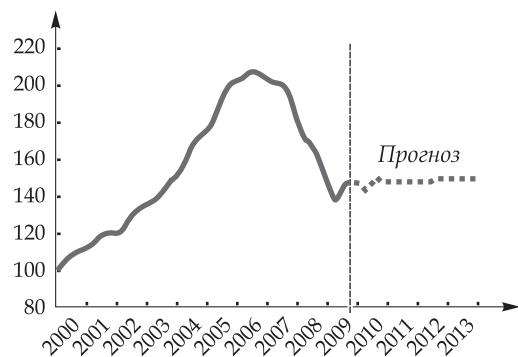
Хотя в настоящее время предпринимаются меры поддержки ипотечного рынка (включая возможность рефинансирования и продаж кредитов с недостаточным обеспечением), что может несколько успокоить рынок, в более системном плане следует помнить, что резкое сокращение ак-

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Рис. 6.2. Обеспечение кредитов залогами (LTV, %)*

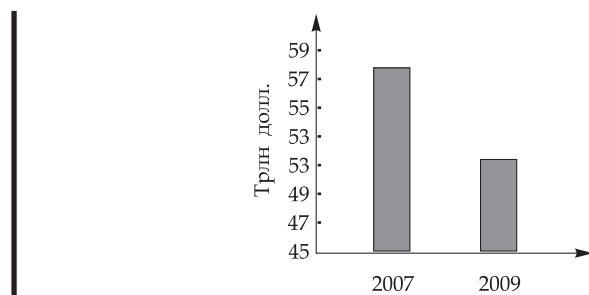
Источник: IMF.



*Рис. 6.3. S&P Case-Shiller и прогноз*

Источник: US department of Housing and Urban Development; US department of Treasury. Sept. 2010.

тивов домашних хозяйств, вызванное кризисом, в целом существенно ограничивает ипотечный спрос.



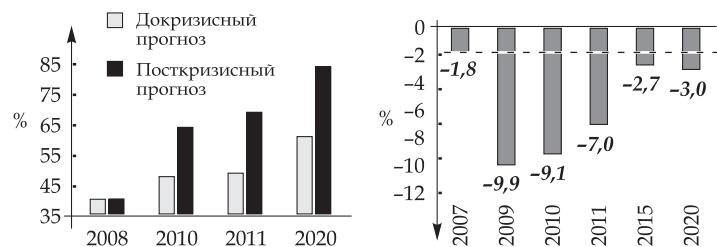
*Рис. 6.4. Нетто-активы домашних хозяйств США\**  
(трлн долл.)

\* Среднее за год.

Источник: US Fed.

Рост расходов в связи с антикризисными мерами усиливает проблемы бюджетных дефицитов и госдолга.

По прогнозам, даже с учетом наметившейся тенденции к восстановлению американской эконо-



а) прогноз долга Федерального правительства, сделанный до и после кризиса\*

б) дефицит федерального бюджета

*Рис. 6.5. США: госдолг и федеральный бюджет*  
(% к ВВП)

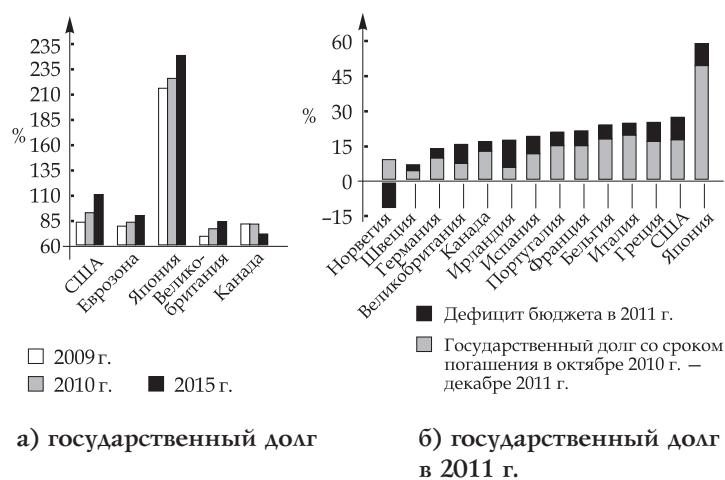
\* Прогнозы сделаны в дек. 2007 г. и янв. 2010 г.

Источник: Hearings in Financial Crisis Inquiry Commission, January 13, 2010; Congressional Budget Office.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

мики дефицит не вернется к предкризисному уровню к 2020 г.

Столь же настораживающей выглядит оценка перспектив для большинства развитых экономик (рис. 6.6-а, б).



*Рис. 6.6. Государственный долг разных стран  
(% к ВВП)*

Источник: IMF.

При этом на ближайший год в ряде случаев приходится значительная сумма платежей по долгу.

Финансовые проблемы ряда стран (Ирландии, Португалии, Греции и др.) в условиях валютной нестабильности заставили активно обсуждать будущее единой европейской валюты. Сколько глубоки будут проблемы в будущем и насколько реально они отразятся на судьбе евро, обсуждать во всех подробностях сейчас наверное не

имеет смысла, поскольку ситуация достаточно динамична и быстро меняется. Однако 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 годов развитие интеграционных процессов в Европе достигло достаточного уровня, это тем не менее не устранило 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 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 geopolитическими 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 будут быть приняты соответствующие решения, которые затем необходимо будет поддержать экономическими механизмами и рычагами. Если на повестке дня не стоит глобальная дестабилизация, то очевидно, что реше-

### *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

ния международных участников должны быть направлены на сохранение позиций евро в международной валютно-финансовой системе.

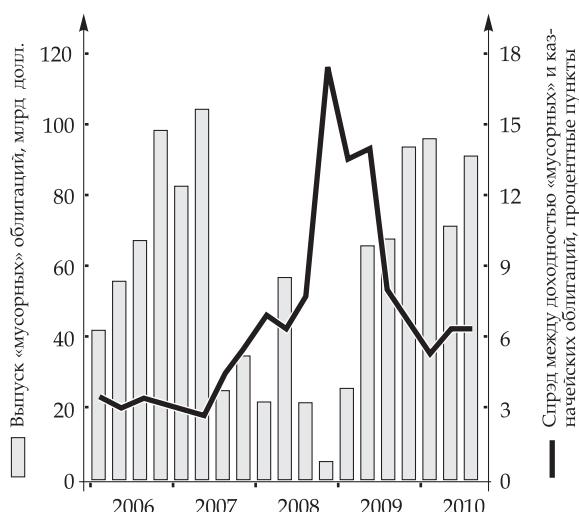
Именно политический фактор будет решающим при определении будущего существования единой европейской валюты.

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.

Все эти проблемы очевидно усиливают глобальные дисбалансы. При этом наличие дефицитов сделает неизбежной ситуацию, при которой страны с избыточной ликвидностью (и часто с высокой нормой сбережения) будут, как и до кризиса, финансировать «дефицитные» государства, что будет приводить к перетоку в эти проблемные страны финансовых ресурсов, необходимых для финансирования их дефицитов.

Переток ресурсов может явиться фактором, оказываяющим понижательное давление на уровень процентных ставок (которые, напомним, там и так низки). В результате будет снижаться доходность финансовых операций, что приведет к необходимости проведения банками более агрессивной политики с целью увеличения прибыли. В условиях, когда доходность невысока, они будут менее критичны относительно качества активов и начнут с большим интересом смотреть на более высоко-

доходные и одновременно высокорисковые сферы вложения средств<sup>1</sup>. Эта тенденция уже начала отчетливо проявляться в течение 2010 г., когда, во-первых, увеличились эмиссии и спрос на облигации низкого качества (junk bonds) и, кроме того, сокращаются различия в доходности («спред») между госбумагами и облигациями с высоким риском.



*Рис. 6.7. «Мусорные облигации» в мире*

Источник: The Economist, 30.09.2010 г.

Очевидно, что даже несмотря на регулирующие и ограничительные меры, у банков в мире вновь будет расти кредитное плечо и будут неоправданно раздуваться их

<sup>1</sup> На то, что такие тенденции могут опять развиться, мы указывали, в частности, в 2009 г. Подробнее: Конференция СРО НФА. Дискуссионная панель макроэкономистов «Перспективы финансового рынка России» (10–11 декабря 2009 г.). Май 2010 г. [www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

балансы. Другими словами, вновь начинают воссоздаваться те риски, которые предшествовали последнему кризису.

Вновь начинают воссоздаваться те риски, которые предшествовали последнему кризису.

Причем это, естественно, вновь будет носить массовый, системный характер. Как справедливо указывал глава Банка Японии, «большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости повышения доходности операций»<sup>2</sup>.

Данные обстоятельства показывают, сколь хрупкой является достигнутая стабилизация и сколь высоки риски мировой экономики и отдельных стран — вплоть до наступления страновых дефолтов в будущем с формированием предпосылок для мощного геополитического кризиса в мире.

Данные обстоятельства показывают, сколь хрупкой является достигнутая стабилизация и сколь высоки риски мировой экономики и отдельных стран — вплоть до наступления страновых дефолтов в будущем с формированием предпосылок для мощного геополитического кризиса в мире.

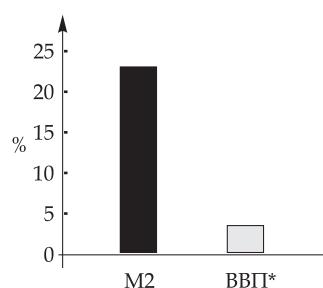
Второе важное обстоятельство, создающее будущие риски, — это избыток глобальной ликвидности (мы го-

---

<sup>2</sup> Shirakawa M. Some thoughts on incentives at micro and macro level for crisis prevention. BIS, Papers No 53, June 2009. P. 25–26.

ворили о масштабном приросте, в частности денежной базы доллара США, которая уже превысила 2 трлн долл и может вскоре превысить 2,5 трлн долл., т.е. показать фактически 300%-й рост относительно докризисного уровня).

В результате рост денежной массы ведущих экономик значительно опередил рост их ВВП (рис. 6.8).



*Рис. 6.8. Прирост денежной массы (M2) и ВВП основных экономик\*\* в 2007–2009 гг. (декабрь к декабрю, %)*

\* Прирост номинального ВВП.

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

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

Эти тенденции еще более усилияются ввиду планируемого США очередного роста своей эмиссии (рис. 6.16).

Указанные ресурсы, очевидно, будут искать места своего применения — сначала притекая на рынки, в результате разогревая их, а затем уходить с них, создавая риск их обрушения. В условиях свободного движения

### *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

капиталов это будет усиливать риски новых региональных кризисов и волатильность как финансовых рынков, так и мировой экономики в целом.

Как справедливо указывалось в международных обзорах, «развитые страны слишком быстро влили большие ресурсы в развивающиеся государства. Это привело к пузырю активов в ипотеке и на фондовом рынке, а также к удорожанию валют»<sup>3</sup>.

Очевидно, развивающимися рынками при этом будут предприниматься меры, направленные на ограничение капитальных операций и нейтрализацию негативного эффекта спекулятивного притока «коротких» денег. На такие шаги уже пошли ряд стран (в частности, Бразилия, Ю. Корея), и, вероятно, использование таких подходов может стать более широким.

Ряд стран уже стали ограничивать капитальные операции и уменьшать эффект спекулятивных денег.

В развитых странах, в первую очередь в США, не исключено, что в целях смягчения отрицательного эффекта для самого финансового сектора, вероятно, может быть сделана попытка сначала трансформировать финансовый пузырь в общеэкономический, вытолкнув его, насколько возможно, из финансовой сферы в реальную экономику. Учитывая, что основным получателем помо-

---

<sup>3</sup> Gallagher K.P. Losing Control: Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements, UN report. No 58. May 2010.

ши является финансовая сфера, а стало быть, она является главным получателем положительного эффекта от оказываемых мер поддержки, очевидно, что ее усиление будет в этом случае происходить за счет относительного ослабления реального сектора. Возникает вероятность более равномерного рассредоточения риска, в первую очередь ослабив его в самой финансовой сфере (которая остается главной точкой опоры) за счет остальных участников, со всеми вытекающими проблемами уже для всей экономики — инфляционными, секторальными, валютными и т.д.

Затем, если позволят складывающиеся условия, для эмитента ведущей резервной валюты будет желательно вытолкнуть пузырь во внешнюю сферу, решая одновременно и задачу эффективного размещения дополнительной ликвидности (особенно если внешние активы будут недооцененными), и упреждая возможное обесценение доллара в будущем.

Будет желательно вытолкнуть пузырь во внешнюю сферу, решая одновременно и задачу эффективного размещения дополнительной ликвидности (особенно если внешние активы будут недооцененными), и упреждая возможное обесценение доллара в будущем.

Развивающиеся экономики — важная и емкая сфера для такого оттягивания средств. Если эти страны осознают дестабилизирующие для себя риски избытка глобальной ликвидности и предпримут меры, ограничивающие движение «коротких» денег из стран с чрез-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

мерной эмиссией, то это существенно осложнит достижение нового посткризисного выравнивания. Именно поэтому в декларации лондонской «двадцатки», когда речь заходит о необходимости противодействия протекционизму (об этом в таких документах говорится в последнее время практически всегда), **отдельно указывается на недопущение финансового протекционизма и особенно мер, ограничивающих мировое движение капиталов, в первую очередь в развивающиеся страны**<sup>4</sup>.

В самом худшем сценарии нельзя исключать всего арсенала не только экономических, но и геополитических средств, которые могут быть задействованы для переноса центра тяжести кризиса в другие точки мира с последующей глобальной дестабилизацией. (Это может одновременно способствовать решению накопившихся долговых проблем.)

Избыточная ликвидность будет также означать, что с новой остротой могут возникнуть риски доллара США.

### **О новых и старых рисках доллара**

Будучи важнейшим звеном современной финансовой системы, на которое завязаны огромные стратегические интересы ведущих центров силы, доллар исторически занимал там ведущие позиции. Интересы по сохранению его статуса были столь высоки, что ему в прошлом даже не помешал масштабный «репутационный шок»,

---

<sup>4</sup> G-20, «The Global Plan for Recovery and Reform», 2 April 2009.

## *О реформах и перспективах*

когда в 1971 г. США в одностороннем порядке объявили дефолт по своим обязательствам по обмену долларов на золото, что привело к крушению Бреттон-Вудской системы.

Интересы по сохранению статуса доллара были столь высоки, что ему в прошлом даже не помешал масштабный «репутационный шок», когда в 1971 г. США в одностороннем порядке объявили дефолт по своим обязательствам по обмену долларов на золото, что привело к крушению Бреттон-Вудской системы.

Хотя эти события могут в принципе восприниматься как далекое прошлое, рынок тем не менее чувствительно реагирует на новые риски доллара, помня его небезупречную «кредитную историю». Участники валютного рынка нервно отреагировали 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»<sup>5</sup>. «Наблюдается начало обрушения мировой резервной валюты»<sup>6</sup>.

Действительно, доллар может войти в ту же полосу рисков, что и перед крушением Бреттон-Вудской системы в начале 1970-х годов, когда утратил необходимое обеспечение золотом (рис. 6.9).

---

<sup>5</sup> Bloomberg. 23.03.2009.

<sup>6</sup> См. там же.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*



*Rис. 6.9.*

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

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

\*\*\* Включает денежную базу, государственный долг уменьшенный на величину казначейских обязательств, находящихся на балансе ФРС.

Источник: IMF; рассчитано по данным US Fed, IMF.

При этом для ряда других валют их обеспечение резервами выглядит гораздо более благополучным (рис. 6.10).

На такие риски доллара мы указывали раньше.

### О прогнозах:

М. Ершов<sup>7</sup> (2000 г.): «Перспективы американского доллара и как следствие всей мировой валютной системы в целом выглядят в настоящее весьма проблематично».

<sup>7</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000.

П. Волкер<sup>8</sup> (2003 г.): «Существует 75%-я вероятность валютного кризиса в США в течение ближайших 5 лет».



*Рис. 6.10. Соотношение золотовалютных резервов и денежной базы (2009 г., %)*

\* По состоянию на сентябрь 2010 г.

\*\* Включает валютные резервы, резервную позицию МВФ, СДР, официальные золотые резервы.

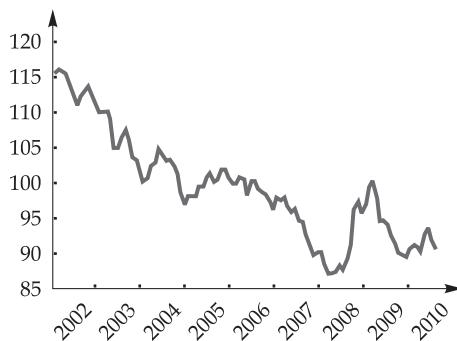
\*\*\* Включает денежную базу, государственный долг.

Источник: центральные банки соответствующих стран, IMF.

В целом, за последнее время доллар действительно вошел в полосу длительного системного обесценения (рис. 6.11).

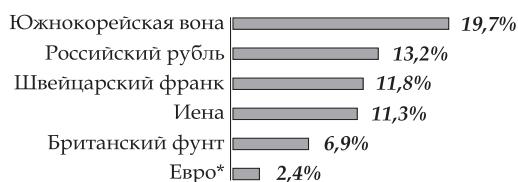
Причем вслед за объявленными мерами его курс обесценился относительно многих валют (рис. 6.12).

<sup>8</sup> Председатель ФРС в 1979–1987 гг. (The Economist. 2004. November, 13th. P. 88.)



*Рис. 6.11. Реальный эффективный курс доллара  
(2005 г. = 100)*

Источник: BIS.



*Рис. 6.12. Обесценение доллара  
(март 2009 г. — сент. 2010 г., %)*

\* Март 2009 г. — окт. 2010 г.

Становится очевидным, что с объявленным ростом эмиссии его обеспечение необходимыми резервами, хотя бы для поддержания спокойствия рынков (особенно с учетом фактора внутреннего долга), является очень слабым.

Очевидно также, что любое новое ухудшение американской экономики, равно как и ее долларовая накачка в рамках антикризисных мер, будут осложнять позиции американской валюты.

Возможная утрата долларом позиций якоря устойчивости, очевидно, со всей остротой поставит вопрос о том, на что должна будет опираться валютная система. В настоящее время рассматриваются разные варианты вплоть до возможностей в той или иной мере вернуться к ориентирам «Бреттон-Вудса-2» и повышению роли золота. Так, в частности, по словам президента Всемирного банка Р. Зеллика, «желательно обратиться к использованию золота в качестве международного ориентира для оценки рыночных ожиданий по поводу инфляции, дефляции и валютных курсов»<sup>9</sup>.

О целесообразности увеличения роли других валют и роли золота при формировании золотовалютных резервов в условиях глобальной неустойчивости мы говорили еще на начальных фазах кризиса.

### **О некоторых вопросах формирования золотовалютных резервов**

(К Заседанию Комитета по банковской деятельности РСПП 07.02.2008)<sup>10</sup>

1. Высокие риски и повышенная турбулентность международной финансовой сферы в 2007–2008 гг., а также связанные с этим курсовые колебания валют сделали актуальным вопросы о «якоре устойчивости» в международной валютной системе, а также о нахождении активов, в наименьшей степени подверженных рискам. В этой связи внимание

<sup>9</sup> Robert Zoellick. FT. 08.11.2010.

<sup>10</sup> Ершов М.В. О некоторых вопросах формирования золотовалютных резервов. К Заседанию Комитета по банковской деятельности РСПП. 07.02.2008 г.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

вновь было обращено на золото, во-первых, как на актив, традиционно считающийся наиболее надежным в условиях кризиса, и, во-вторых, как актив, который устойчиво дорожает в последние 3 года.

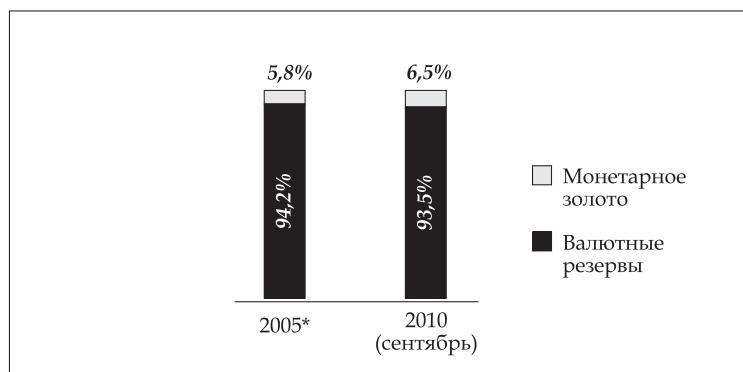
Учитывая, что кризисные тенденции в мировой экономике могут продолжить свое развитие в ближайший год, что может привести к курсовым потерям, необходимо рассмотреть возможность мер по диверсификации золотовалютных резервов страны путем увеличения в них золотого компонента.

2. Необходимо также принимать во внимание устойчивое снижение курса американского доллара по отношению к ряду валют (евро, швейцарский франк, фунт стерлингов, юань, рубль) в течение последних 2 с лишним лет. При этом, по оценкам международных организаций, доллар по-прежнему остается переоцененным (что означает сохранение потенциала для дальнейшего снижения его курса).

Снижению доллара могут также способствовать кризисные тенденции в американской экономике и снижение процентных ставок, делающие инвестиции в доллары менее привлекательными.

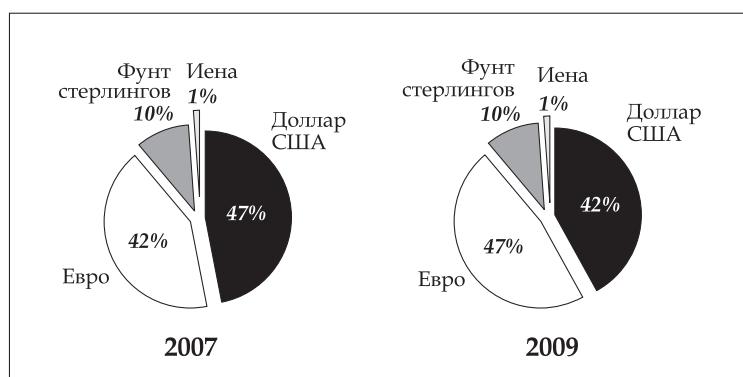
С учетом вышеизложенного целесообразно рассмотреть возможность постепенной диверсификации валютного портфеля золотовалютных резервов (а также валютной структуры внешнеторгового оборота) путем увеличения в нем доли других валют.

Некоторая динамика в этих процессах начала отмечаться в условиях кризиса, однако в целом картина меняется пока непринципиально (рис. 6.13).



а) структура международных резервов РФ (%)<sup>\*</sup>

\* Золото пересчитано по рыночной цене.



б) структура резервных валютных активов Банка России (%)

*Рис. 6.13. Международные резервы РФ*

Источник: ЦБ РФ.

Встревоженность рынков и общая неопределенность дали повод вновь поднять вопрос о новых резервных валютах.

Нами уже говорилось, что процесс адекватного замещения доллара другими валютами не может быть быст-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

рым и, очевидно, будет наталкиваться на мощное противодействие как на geopolитическом, так и на геоэкономическом уровне.

При этом перспективы глобального развития будут во многом зависеть от того, по какому пути будут осуществляться реформы ведущих западных рынков и их основных регуляторов. Особого внимания заслуживает ФРС США, которая в силу как объективных, так и субъективных обстоятельств стала ведущим центральным банком мира и действия которой часто оказывают масштабное влияние на остальной экономический мир.

### **Новый взгляд на ФРС и ее будущую роль**

Острота кризиса подтолкнула регуляторов к попытке изменить некоторые принципиальные основы институционального характера функционирования системы, которые носят основополагающий характер.

В июне 2009 г. было объявлено о реформе финансового регулирования. Сначала президент Обама, а затем министр финансов Гайтнер представили развернутую программу новых подходов<sup>11</sup>. Как представляется, программа предполагает существенные изменения «весовых категорий» регуляторов, где главенствующую роль, как планировалось изначально, должно будет часто играть не ФРС, а Казначейство США. Это сразу же заста-

---

<sup>11</sup> Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation. US Department of the Treasury. 2009.

вило говорить об уменьшении до того многолетней независимости самого ФРС и превращения его в ряде случаев фактически в функциональное подразделение Казначейства. Так, в частности, предусматривалось:

— 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 отдельного агентства с отдельным статусом в рамках Казначейства), который будет отвечать за федеральные депозитные учреждения. Укажем, что данные функции скорее должны были бы являться прерогативой ФРС, а потому нововведения могут рассматриваться как определенный перенос центра тяжести в регулировании в сторону Казначейства;

— новые полномочия самой ФРС, которая должна была бы осуществлять надзор не только за банками, но и за другими компаниями, чье положение может представлять угрозу для финансовой стабильности. Представляется, что столь масштабные функции могут существенно затруднить работу ФРС, по сути делая ее ответственной за финансовые сбои всего корпоративного сектора;

— ограничение возможностей ФРС при предоставлении ей чрезвычайных кредитов и необходимость получения для этого предварительного письменного утверждения со стороны Казначейства.

В контексте обсуждения этих и иных инициатив начали часто вспоминаться особенности функциониро-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

вания самой ФРС. Напомним, она включает в себя 12 Федеральных резервных банков (ФРБ), степень независимости каждого из которых, по крайней мере de jure, может рассматриваться как достаточно высокая. Акционеры каждого федерального резервного банка несут ответственность по индивидуальным обязательствам этого банка (но не других федеральных банков)<sup>12</sup>. В связи с этим можно, например, вспомнить прецеденты, когда ФРБ Чикаго отказался от операций, направленных на поддержку ФРБ Нью-Йорка в предвоенный период<sup>13</sup>.

Таким образом, консолидированный баланс ФРС может рассматриваться таковым с определенными оговорками. (Хотя очевидно, что акционерами региональных резервных банков являются региональные коммерческие банки часто одних и тех же материнских банков и с нынешним высоким уровнем централизации и управляемости в целом подобные коллизии будут вряд ли возможны.) Тем не менее эти обстоятельства следует иметь в виду при оценке рисков баланса ФРС и его статуса.

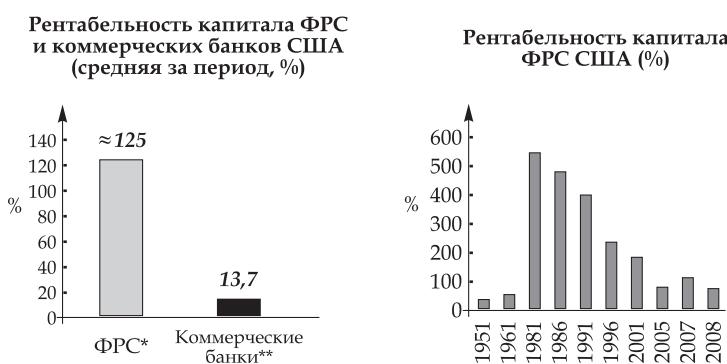
Наконец, все чаще ставятся вопросы о необходимости отличать независимость денежно-кредитной политики, с одной стороны, и независимость самой ФРС — с другой. Тем более что акционеры региональных ФРБ — это коммерческие банки с вполне конкретными коммерческими интересами и интересами своих акционеров.

---

<sup>12</sup> Federal Reserve Act (December 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.

<sup>13</sup> Meltzer, Allan H. A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951. University of Chicago Press, 2003.

Последнее время обращается внимание на степень эффективности ее деятельности (рис. 6.14).

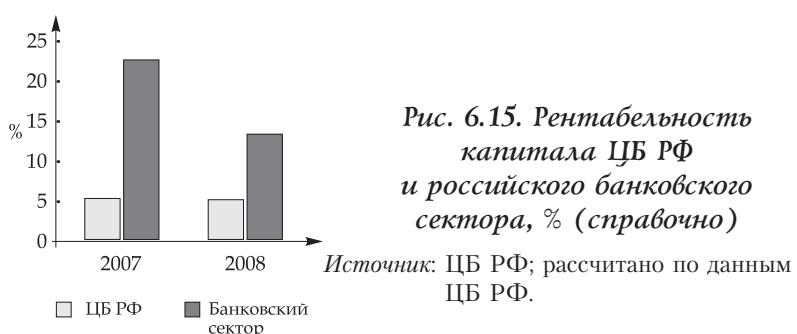


*Рис. 6.14. Рентабельность капитала ФРС и коммерческих банков*

\* За период 2001–2007 гг.

\*\* За период 1998–2007 гг.

Источник: IMF; рассчитано по данным IMF.



Более того, в настоящее время в конгрессе США рассматривается законопроект, предполагающий проведение

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

ние аудита ФРС<sup>14</sup>. Кризисная ситуация подтолкнула законодателей к необходимости получения максимально полной информации о деятельности ФРС. До настоящего момента по-прежнему не аудитируются такие важнейшие области его деятельности, как денежно-кредитные операции, в том числе кредиты через «дисконтное окно» (позволяющие осуществлять прямое кредитование участников финансового рынка); операции на открытом рынке; операции с иностранными правительствами и иностранными центральными банками<sup>15</sup>.

Вызывает по меньшей мере недоумение тот факт, что важнейшие, по сути своей основные, функции центрального банка (такие как денежно-кредитная политика) не подлежат контролю со стороны налогоплательщиков.

Вызывает по меньшей мере недоумение тот факт, что важнейшие, по сути своей основные, функции центрального банка (такие как денежно-кредитная политика) не подлежат контролю со стороны налогоплательщиков.

Степень закрытости регулятора оказывается столь высокой, что не позволяет реально оценить характер принимаемых им действий во всех необходимых деталях. В этой связи вообще не понятно, как в принципе современная экономическая систе-

<sup>14</sup> Federal Reserve Transparency Act, HR 1207, February 2009.

<sup>15</sup> US General Accounting Office, Federal Reserve System Audit, October 27, 1993.

ма, провозглашающая себя открытой и транспарентной и требующая открытости от других, остается столь нетранспарентной в ключевых основах своего функционирования.

Как в принципе современная экономическая система, провозглашающая себя открытой и транспарентной и требующая открытости от других, остается столь нетранспарентной в ключевых основах своего функционирования?

И почему в системе, считающейся демократической, этот вопрос не был в принципе тут же поставлен на повестку дня (причем это должно было быть сделано еще много десятилетий назад!) и сразу же положительно решен? Не до такой же степени безразличен (или бесправен?) налогоплательщик в условиях так называемой «развитой демократии», чтобы игнорировать столь важные вопросы. И что — все, что мог масштабный и глубокий кризис, — это лишь сделать возможной попытку озвучить данную проблему и всего навсего лишь хотя бы отчасти ее решить?

Наконец, в ноябре 2010 г. ряд членов Конгресса США инициировали закон, который предполагает сокращение сфер ответственности ФРС до вопросов ценовой стабильности и недопущения инфляции. Фактически предлагается лишить ФРС его важных функций по поддержанию занятости, а следовательно, и экономического роста. В случае принятия данного закона ФРС мо-

жет утратить свои важнейшие системообразующие функции и не сможет в такой же мере, как раньше, влиять на ход экономических процессов в стране и в мире. Такое развитие будущих событий представляется не очень вероятным, поскольку слишком велики центры интересов, стоящие за сохранение прежних подходов. Однако пока не решены посткризисные проблемы, сторонники изменения баланса сил будут, скорее всего, продолжать свои попытки. Если такие действия будут последовательны, то нельзя исключить того, что нынешняя кризисная ситуация может явиться толчком для серьезных системных изменений в формировании фундаментальных основ, которые определяют степень участия центров экономической силы в функционировании современной финансовой системы<sup>16</sup>. Подобная «межведомственная оптимизация» и связанный с ней передел сфер влияния как на регулятивном, так и на корпоративном уровнях могут привести к формированию иной геоэкономической и geopolитической конфигурации современных процессов и механизмов.

В том документе, который был предложен летом 2010 г., целый ряд обозначенных выше вопросов, равно как и ряд новых, в той или иной мере нашли поддержку законодателей.

---

<sup>16</sup> Некоторые попытки по частичному переносу центра тяжести от ФРС к Казначейству (в таких важнейших вопросах, как осуществление эмиссии национальной валюты) делались в последний раз при администрации Д. Кеннеди, когда президент планировал наделить эмиссионными функциями свой Минфин. Трагические события гибели президента, по-видимому, не дали возможности этим планам осуществиться. А после этого к этим планам почему-то никто не возвращался.

При этом целый ряд вопросов еще предстоит обсудить и принять соответствующие решения.

Среди важных принятых инициатив отметим введенные ограничения по использованию клиентских средств для рискованных вложений банков (proprietary trading). Это важно, тем более принимая во внимание то обстоятельство, что многие из таких средств (депозитов) гарантируются правительством (для защиты интересов вкладчиков), тогда как банки могут использовать их для своих часто достаточно рискованных инвестиций. Данное ограничение было условно названо «Правилом Волкера» (бывшего главы ФРС, который был автором указанной меры). Торговля деривативами должна будет вестись через специально созданные банками аффилированные с ними структуры. Для уменьшения роли нью-йоркского ФРС, его глава будет назначаться не советом директоров ФРС, а президентом страны.

В целях обеспечения интересов потребителей создается Агентство по защите потребителей, которое, как планируется, будет фактически функционировать как часть Федеральной Резервной Системы.

Создается наблюдательный совет по финансовой стабильности, который будет возглавляться главой Минфина и включать в себя руководителей ведущих экономических ведомств. Предполагается тщательно отслеживать показатели кредитного плеча, забалансовые операции. В случае крупных компаний (банковских холдингов с величиной активов, превышающей 50 млрд долл., и небанковских финансовых компаний под наблюдением ФРС) ограничивать (в случае рисков стабильности) операции слияний и поглощений, возможность предложения про-

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

дуктов. Предусматривается право рекомендовать таким компаниям продажи части балансовых и забалансовых активов третьим лицам (неаффилированным компаниям).

Планируется, что ФРС будет контролировать все крупнейшие и взаимосвязанные финансовые институты (но не все экономически важные предприятия, значимые для финансовой стабильности экономики, как это было предусмотрено в первоначальных предложениях).

То, что изначально жесткие предложения регуляторов натолкнутся на мощное противодействие банковского лобби, было очевидно сразу. Было понятно и то, что «аппаратный ресурс» в лице высших должностных лиц и регуляторов будет стараться выжать из ситуации максимум возможного. Следует также иметь в виду, что сама ситуация предоставляла уникальный по историческим меркам шанс изменить баланс сил от преобладавшего лидерства финансового сектора к возможным иным «центрам притяжения».

Следует также иметь в виду, что сама ситуация предоставляла уникальный по историческим меркам шанс изменить баланс сил от преобладавшего лидерства финансового сектора к возможным иным «центрам притяжения».

Не исключено, например, что представители капитала реального сектора, который в новейшей истории несколько утратил свои главенствующие позиции, уступив их в какой-то степени представителям финансового капитала, захотят в новых условиях попытаться вновь усилить свои позиции, формулируя при этом более пред-

почтительные для себя правила игры в посткризисной системе<sup>17</sup>. Тем более что те меры поддержки, которые уже оказаны, как представляется, должны поддержать пока пошатнувшиеся позиции финансового сектора. Однако в столь меняющейся обстановке это не является окончательным. Найденный пока промежуточный компромисс, вероятно, будет в дальнейшем пересматриваться с учетом новой перегруппировки сил, а также развития ситуации в экономике.

В этой связи обращает на себя внимание факт ухода ряда высокопоставленных функционеров администрации в отставку после относительно короткого периода нахождения на своих постах. Речь, по-видимому, может идти либо об усилении внутриаппаратного и внутрисистемного противодействия (что свойственно любой системе), либо о более серьезных вещах, связанных с их видением перспектив экономики и нежеланием нести ответственность за новые кризисные обострения<sup>18</sup>. Как представляется, не очень отдаленное будущее покажет, что явилось причиной на самом деле.

<sup>17</sup> Конечно, в современных условиях присутствует большое взаимо-переплетение собственности между финансовым и реальным секторами, и у многих предприятий реального сектора есть свои интересы и участие в финансовой сфере. При этом многие традиционные промышленные дома, которые стояли у истоков формирования экономических основ страны, вероятно, хотели бы вернуть себе ведущие системообразующие роли, которые они играли изначально и которые ими были затем утеряны.

<sup>18</sup> Во второй половине 2010 г. администрацию покинули К. Ромер, возглавлявшая Совет экономических советников при президенте, П. Орзак — директор по бюджетным вопросам, Л. Саммерс — директор национального экономического совета и один из основных координаторов по вопросам экономической политики при президенте.

## Еще раз о российских рисках

В связи с возможными рисками тем более важно формирование устойчивой финансовой системы России, которая бы имела прочные внутренние основы для своего развития и не зависела от колебаний мировой конъюнктуры. В системном плане риски остаются. Напомним, что до кризиса отсутствие необходимых объемов фондирования по допустимой цене и срокам на внутреннем рынке вынуждало российские промышленные компании и банки выходить на внешние рынки и опираться на внешние источники финансирования (их корпоративные долги за 4–5 лет, предшествовавших кризису, выросли с практически минимальных значений до более чем 500 млрд долл.) Эта проблема по большому счету не решена, и в отсутствие ее системного решения российский рынок будет и впредь в решающей степени зависеть от внешних источников финансирования.

В отсутствие системного решения проблемы российский рынок будет и впредь в решающей степени зависеть от внешних источников финансирования.

Монетарные власти под действием кризисных рисков однажды объявили о своем намерении переломить ситуацию. Напомним, что Банк России в 2008–2009 гг. в денежно-кредитной политике впервые за многие годы перешел на качественно новые подходы к формированию денежного предложения, где ведущую роль играли внутренние (а не внешние) источники.

Это должно было означать уменьшение внешних рисков, повышение роли процентных ставок, увеличение веса трансмиссионного механизма процентных ставок, который должен был позволить этим ресурсам достигать не только экспортных, но и всех остальных отраслей экономики, т.е. равномерно обеспечиваться фондирование всех участников экономического процесса, способствуя тем самым и структурным преобразованиям. Рынок воспринял указанные попытки как правильный шаг, вызванный новыми реалиями.

Однако как только острота кризиса снизилась, прежние подходы по преобладанию валютных источников монетизации (денежного предложения, эмиссии) вновь стали главными.

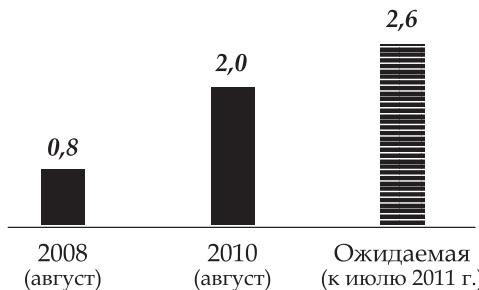
Это означает возврат к предкризисным вариантам денежной политики, которые во многом усилили нашу зависимость от внешней сферы и обострили течение кризиса. Это значит, далее, что нужно быть готовыми к тому, что если принципиально не изменятся денежно-кредитные подходы, то могут повториться многие риски, с которыми столкнулась российская экономика в предкризисный период.

Если принципиально не изменятся денежно-кредитные подходы, то могут повториться многие риски, с которыми столкнулась российская экономика в предкризисный период.

Такие факты особенно важно учитывать в той ситуации, в которой находится современный мир. В условиях, когда в западных экономиках неизбежно будет происходить реструктуризация балансов банков (делевередж,

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

уменьшение плохих активов), это будет сопряжено как с падением финансовой активности, так и экономической активности в целом. Предпринимаемые меры усиливают риск новых витков роста госдолга (поскольку коммерческий долг часто должен будет трансформироваться в общественный) в большинстве развитых стран, обостряя для некоторых из них угрозу странных дефолтов. Избыток долларовой ликвидности и новые планы по ее дальнейшему наращиванию (рис. 6.16) очевидно усиливают дестабилизирующие риски как для стран, куда эта ликвидность приходит (а затем уходит), так и для самого доллара. Использование столь масштабных мер также показывает, что ситуация в самих Соединенных Штатах остается непростой и для ее нормализации по-прежнему нужны столь объемные меры поддержки.



*Рис. 6.16. Денежная база доллара США (трлн долл.)*

*Источник:* ФРС.

Все это осложняет перспективы устойчивого развития в мире и требует от российских участников адекватной степени готовности, чтобы быть в состоянии противодействовать новым глобальным рискам и обеспечить прочные антикризисные основы укрепления российской экономики.

## **Вместо послесловия (или что необходимо сделать)**

---

Масштабность глобальных рисков заставила принципиально пересмотреть экономические подходы, которые применялись основными странами. Во главу угла был поставлен разумный прагматизм. Все то, что соответствовало здравому смыслу и было нужно сделать для снятия остроты кризиса, — делалось. Были забыты рассуждения и идеологические догмы о невмешательстве государства, о свободном рынке и многое другое, что раньше подавалось как непререкаемые аксиомы. Теперь даже такие апологеты, как МВФ, говорят о возможности бюджетных дефицитов для стимулирования экономического роста, а такие сторонники свободного рынка, как США, говорят о необходимости промышленной политики, причем, когда необходимо, вообще оказывают масштабную государственную помощь экономике, — вплоть до национализации (когда требовалось). Другие страны (например, Великобритания) начинают во всю говорить о необходимости контроля за движением «коротких» спекулятивных денег, а еще

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

ряд государств вводит меры, ограничивающие движение капиталов. В целом, угроза усиления протекционизма стала более отчетливо маячить перед мировой экономикой.

Очевидно, что в случае увеличения новых рисков — вследствие возможной второй волны кризиса или из-за угроз глобального движения ликвидности (возникшей от антикризисной эмиссии), а также других причин — протекционистские тенденции будут только нарастать и одновременно наталкиваться на жесткое противоборство со стороны развитых экономик. Действия обеих сторон вполне понятны. Для развитых экономик, находящихся в кризисе (или после него), выгодно иметь большое количество точек опоры для маневра. Им важны каналы перетока и выталкивания своей ликвидности, недооцененные внешние активы, в которые эту ликвидность можно вложить, и другие внешние возможности, поэтому они, естественно, выступают против действий, пытающихся такие возможности ограничить. Развивающиеся страны также понять можно (впрочем, не только их): в условиях эпидемии всегда есть желание ввести карантин, чтобы оградить себя от негативного воздействия.

Поскольку в современных условиях одними ограничительными мерами проблему вряд ли можно решить (да и в принципе их стоит использовать лишь при дальнейшем увеличении рисков), следовало бы в первую очередь основной акцент делать на усилении внутриэкономического положения, которое позволит иметь прочные позиции даже в условиях турбулентности. Одновременно необходимо укреплять координацию межстра-

*Вместо послесловия (или что необходимо сделать)*

---

новых подходов, делая ее более слаженной и уменьшая при этом риски межстрановых экономических конфликтов, торговых и валютных войн, возможность которых вновь начинает возрастать.

Важно при этом, чтобы применение антикризисных и иных текущих мер не заслоняло системного горизонта подходов к решению проблем. Регуляторы и участники рынка должны четко представлять (насколько такая определенность вообще возможна в нынешней высокодинамичной среде), какой должна стать посткризисная экономика, каковы могут быть конкретные пути выхода из кризиса, а также сколь серьезны новые риски.

В условиях новых глобальных вызовов при дальнейшей интеграции России в мировую экономику должны четко даваться ответы на ряд важных системообразующих вопросов. Будем ли мы в этой системе выступать в роли объекта или в роли субъекта?

В условиях новых глобальных вызовов при дальнейшей интеграции России в мировую экономику должны четко даваться ответы на ряд важных системообразующих вопросов. Будем ли мы в этой системе выступать в роли объекта или в роли субъекта?

Иными словами, будут ли нас использовать другие для своих потребностей, или, напротив, мы будем пользоваться теми преимуществами, которые заключены в международной системе, для собственного развития.

Готовы ли мы наконец перестать плыть по течению, которое сложилось без нашего активного участия (на

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

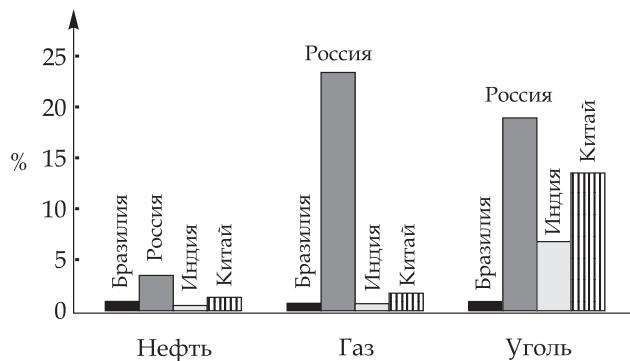
этапе становления у нас рыночных механизмов), а начать играть новые роли в новых посткризисных условиях? Когда наша интеграция в мировую экономику будет означать не расширение нашей роли поставщика сырья для других стран, а приведет к увеличению нашего места в этом мире в качестве системообразующего участника, выходящего на внешние рынки в качестве инвестора и покупателя их промышленных и иных активов.

Нужно более активно рассмотреть возможности нашего вхождения в мировую финансовую систему, причем не распыляя свои вложения в «братские могилы», наподобие ипотечных гигантов Freddie Mac и Fannie Mae, где помимо нас хватает инвесторов и наш голос абсолютно теряется (и чьи акции к тому же серьезно обесценились). Вместо этого стоило бы рассмотреть возможность покупки значимых пакетов в некоторых первоклассных западных банках, которым нужны инвестиции (как это было, например, в случае с Citi Group и Mitsubishi, или как это могло бы быть при покупке обанкротившегося банка Lehman Brothers, если бы был покупатель).

Сумеем ли мы сохранить экономический суверенитет, при котором российские регуляторы и национальный бизнес будут обладать решающим весом при формировании и реализации приоритетов нашего развития, иметь определяющий голос в принятии основополагающих решений, касающихся судеб национальной

экономики? Или такие решения будут приниматься где-то в других местах, а Россия превратится в «экономическую территорию», некое «трансграничное, транснациональное пространство», поставляющее ресурсы для всего мира?

Очевидно, что борьба за природные ресурсы в посткризисном мире будет только возрастать.



*Рис. 1. Запасы полезных ископаемых  
(% от мирового объема)*

Источник: ВР, Тройка Диалог.

Более того, с учетом того, что при доле в населении мира менее чем 3% на Россию приходится более 30% мировых запасов сырья, очевиден риск того, что обострение борьбы за ресурсы и новые кризисы рано или поздно поставит на повестку дня вопросы о более «справедливом распределении» таких ресурсов в глобальном аспекте. В таких условиях потребуются прочные геоэкономические и геополитические основы, необходимые для адекватного диалога, позволяющего нам сохранить существующий статус-кво.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

В таких условиях потребуются прочные геоэкономические и geopolитические основы, необходимые для адекватного диалога, позволяющего нам сохранить существующий статус-кво.

Все эти риски делают необходимым формирование прочных внутренних основ российской экономики. Для улучшения конкурентных позиций страны и для нейтрализации возможных внешних и внутренних рисков России необходима выработка комплекса мер, которые обеспечат устойчивое развитие нашей экономики даже в условиях мировой нестабильности и которые позволят усилить позиции страны в нарастающей глобальной конкуренции.

Мы предлагаем уделить особое внимание подходам, которые могли бы способствовать решению этих задач в новых конкурентных условиях.

Эти меры касаются широкого комплекса вопросов финансовой, валютной, денежно-кредитной политики, внешнеэкономической деятельности и должны рассматриваться в их взаимосвязи как важная часть единой экономической политики страны. Хотя некоторые из них начинают делаться, очевидно, еще предстоит большая работа по созданию целостной системы мер и механизмов антикризисного развития.

### **О некоторых мерах посткризисного развития**

**1. Должны быть сформулированы четкие экономические приоритеты развития государства в посткри-**

*Вместо послесловия (или что необходимо сделать)*

---

зисном мире, которые обеспечат устойчивый экономический рост и развитие страны, несмотря на возможные внешние риски. При этом необходима активизация бюджетной политики, при которой бюджет должен начать выполнять функции мощного системообразующего механизма, способствующего осуществлению прогрессивных структурных преобразований, улучшению качества роста, усилению позиций страны в целом.

**2.** Необходимо учитывать, что осуществление прогрессивных преобразований одновременно с поддержанием экономического роста труднодостижимо. Обычно серьезные структурные изменения на этапе их осуществления вызывают замедление роста (по аналогии со спортом — трудно поддерживать прежний темп бега, одновременно переодеваясь в более современные кроссовки, которые позволят потом бежать быстрее).

Однако это не значит, что такая задача абсолютно недостижима. Есть целый ряд инструментов финансовой и денежно-кредитной политики, которые могут способствовать их одновременному решению.

**Примечание**

Одним из возможных инструментов такого двойного действия может быть снижение налога на добавленную стоимость (НДС). 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, смещающая центр тяжести с сырьевых отраслей к отраслям с более высокой степенью переработки.

Аналогично, возможно целевое рефинансирование под обеспечение бумаг приоритетных прогрессивных отраслей, что позволит обеспечить приток необходимых финансовых ресурсов в отрасли новой экономики, рост которых будет увеличивать как их долю в ВВП, так и сам ВВП.

**3.** Необходима целевая системная политика по формированию и управлению денежными ресурсами в экономике в посткризисных условиях. Она должна опираться на широкий набор механизмов и инструментов, обеспечивающих нейтрализацию «внешних шоков» и обеспечивающих формирование финансовых ресурсов, адекватных задачам посткризисного восстановления и возобновления экономического роста, способствуя при этом эффективному перетоку средств в необходимые сферы. Важно также иметь механизмы и эффективные инструменты формирования и регулирования цены финансовых ресурсов, которая отражала бы реальный спрос на деньги со стороны экономики и участников рынка.

Такая политика должна в первую очередь опираться на внутренние источники и механизмы создания ресурсов, что особенно важно в условиях глобальной нестабильности. Внешние источники фондирования необходимо постепенно замещать внутренними.

**4.** При этом следует выработать комплексные подходы к проблеме формирования денежного предложения, увязывающие политику ЦБ с задачами бюджетной, промышленной и структурной политики.

Национальные денежные власти должны формировать основы указанных подходов, обеспечивая возмож-

*Вместо послесловия (или что необходимо сделать)*

---

ность устойчивого развития российской экономики и национального бизнеса в условиях высокодинамичной глобальной среды, укрепляя необходимые механизмы внутреннего развития и минимизируя внешние риски. Важно создавать внутренние условия и стимулы для работы с рублем, которые выравнивали бы эффект «финансовой открытости», дестимулируя отток вновь формируемой ликвидности на валютный рынок, нарушая финансовую устойчивость.

**5.** Должны начать играть реальную и постоянную роль ставки и механизмы рефинансирования, которые давали бы возможность ЦБ серьезно влиять не только на кредитный и финансовый рынки, но и на всю экономику (как это происходит в ведущих странах). Рефинансирование должно быть не только коротким, но и предоставляться на более длительной основе (например, до года, как это было в период острой фазы кризиса).

Для превращения ставки рефинансирования в реально действующий механизм, формирующий ценовые параметры финансового рынка, необходимо, чтобы денежная база формировалась не за счет валютных поступлений (как это происходит в настоящее время), а большую роль играл бы внутренний компонент. Это предполагает формирование денежного предложения в первую очередь на основе внутренних механизмов и инструментов, в большей степени отражающих внутренний спрос на деньги.

Более того, указанные подходы в принципе позволяют, во-первых, обеспечить формирование денежных ресурсов в увязке с задачами структурной политики и, во-вторых, расширят основу для «длинных» ресурсов. В резуль-

тате обеспечивается необходимая диверсификация и экономики, и финансового рынка, увеличивается его ликвидность, увеличивается инвестиционный потенциал финансовых ресурсов. Учитывая, что даже на гораздо более зрелых финансовых рынках основу «длинных» ресурсов формируют национальные монетарные власти (используя указанные подходы), такая практика заслуживает большого внимания применительно к российской ситуации, поскольку может обеспечить формирование необходимого объема «длинных» ресурсов, требующихся российской экономике.

**6.** Нужен тщательный мониторинг движения капиталов, причем не только из страны, но и, что не менее важно, в страну. При этом не следует руководствоваться формальными принципами — «любые инвестиции хороши» и «чем больше — тем лучше». В современных условиях, особенно при избытке глобальной ликвидности, которая ищет сферы для вложений, важно уделять внимание качеству капитала, срокам, характеру и направлениям его использования, обеспечивая соответствие указанных параметров экономическим приоритетам.

**7.** В условиях избыточной мировой ликвидности тем более важное значение имеет обоснованный уровень валютного курса. Возможность установления его на более высоком уровне среди прочего (наряду с другими инструментами) является своего рода буфером, нейтрализующим нежелательные притоки горячих спекулятивных денег, делая стоимость самих рублевых активов, а стало быть и в целом стоимость «входа» в российскую экономику более высокой. Внешнеторговые последст-

*Вместо послесловия (или что необходимо сделать)*

---

вия таких мер могут балансируться рычагами таможенной и тарифной политики, а также мерами по поддержке экспортёров.

Также необходимо рассмотреть возможность одновременного (или предваряющего такое удорожание) использования рычагов, не допускающих дестабилизирующее воздействие притока и оттока спекулятивных средств.

При этом одновременно повышаются возможности российского бизнеса в плане своего вхождения на рынки других стран (поскольку покупки активов там будут тогда менее затратными). В результате это будет означать постепенное расширение присутствия российского бизнеса на иностранных рынках не как поставщика сырья (что достигается с помощью обесценения валюты), а в качестве системных инвесторов, приобретающих западные активы.

**8.** В этой связи необходимо более активное вхождение в мировую финансовую систему, например, путем покупки значимых пакетов в первоклассных западных банках, а также через другие механизмы.

**9.** В условиях либерализации экономики требуются антикризисные механизмы, способные нейтрализовать действие внешних шоков. Эти меры должны в большой степени касаться фондового рынка и банковского сектора, как наиболее быстро реагирующих на кризис, а также всей экономики в целом. 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 исполь-

*Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

зоваться при наступлении кризисных событий в целях стабилизации.

**10.** В случае сокращения объемов валютных резервов до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль можно на необходимое время вернуться к практике обязательной продажи валютной выручки, а также использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

**11.** Нужно укреплять банковский сектор как основу национальной финансовой системы, способствовать росту его капитализации. Важно повысить роль механизмов рефинансирования, которые могут предоставить 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.

**12.** Важен четкий контроль за развитием активных и пассивных операций финансовых институтов, использованием балансовых и забалансовых инструментов, за обеспечением адекватного уровня качества активов и пассивов. Важно тщательно следить за размерами кредитного плеча с целью снижения рисков активных операций при заданном размере капитала.

**13.** Необходимо использование нормативов, более жестко регулирующих объемы корпоративных внешних заемствований. Одновременно следует формировать усло-

*Вместо послесловия (или что необходимо сделать)*

---

вия и механизмы внутреннего рынка, создающие достаточный объем финансовых ресурсов внутри.

**14.** Необходимы диверсификация фондового рынка и превращение его в эффективный инструмент перетока ресурсов, более тесно интегрируя его в реальную экономику. (Этому также будут способствовать перечисленные выше меры по повышению роли процентных ставок и расширению каналов денежного предложения.)

Очевидно, диверсификация инструментов на фондовом рынке должна увеличить его точки опоры, одновременно расширяв возможности для перетока средств между инструментами (и секторами). В свою очередь, указанная диверсификация должна быть следствием мер по диверсификации экономики в целом и формированию более сфокусированных подходов структурной политики.

**15.** Инструменты денежно-кредитной политики должны использоваться также в целях стабилизации положения на фондовом рынке, поскольку глобальные механизмы взаимозависимости финансовых процессов делают необходимым укрепление единых основ, которые формировали бы общий характер развития всей финансовой системы.

**16.** Иностранное участие на фондовом рынке в условиях глобальной экономики очевидно неизбежно. Однако важно при этом, чтобы на зрелом сложившемся рынке его основу представляли, во-первых, 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.

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

Однако даже сейчас, если начать создавать адекватную внутреннюю базу финансовых ресурсов, формируя при этом стимулы для российских участников работать внутри, то перекос в сторону иностранного участия и связанные с этим риски могут постепенно уменьшиться. Одновременно следует использовать рычаги, направленные на дестимулирование спекулятивных средств (например, устанавливая налоги при репатриации в зависимости от срока нахождения на рынке), поощряя в то же время приток более «длинных» ресурсов. Для уменьшения расшатывающего воздействия на рынок можно регулировать маржинальную торговлю, контролировать использование «плеча», использовать страховые депозиты и т.д. При этом речь должна идти и о фьючерсных сделках.

**17.** Важна основополагающая роль Центрального банка, формирующего основы финансового рынка и располагающего рычагами антикризисного воздействия.

ЦБ должен стать реальным кредитором последней инстанции, от своевременности и правильности действий которого будут зависеть и устойчивость финансовой сферы, и развитие всей экономики. Рынок должен знать, что в крайних обстоятельствах он может опираться на механизмы мгновенного предоставления ликвидности и другие формы антикризисной поддержки (как это было в августе 2007 г. и позднее — с развитием кризиса, когда быстрота реакции ЦБ РФ на нехватку ликвидности и предоставление необходимых ресурсов через рефинансирование смягчили остроту ситуации и были вполне оправданы).

**18.** С учетом задач по улучшению качества роста, поддержанию его темпов и диверсификации рынка не-

*Вместо послесловия (или что необходимо сделать)*

---

обходимо рассмотреть вопрос о расширении функций ЦБ, как это происходит в ведущих странах, где помимо валютного курса и цен на них возлагаются задачи поддержки экономического роста и занятости.

**19.** Для формирования новых точек опоры мировой экономике и обеспечения ее валютно-финансовой стабильности следует продолжить работу по формированию экономических и правовых условий создания в Москве международного финансового центра.

**20.** Необходимо начать проработку возможностей использования рубля в качестве валюты цены и валюты расчетов по российским экспортным поставкам, формируя основу для превращения рубля в международную валюту расчетов и ценообразования (на первом этапе — в масштабах СНГ).

**21.** Финансовая сфера в целом должна рассматриваться как единый объект регулирования со стороны денежных властей. Необходима тесная координация действий ЦБ с другими регуляторами финансового рынка (Минфином, ФСФР и др.). Если глобальным финансовым рискам будут противопоставлены лишь действия разобщенных регуляторов на отдельных сегментах рынка, то на успех рассчитывать будет трудно.

**22.** 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

## *Мировой финансовый кризис. Что дальше?*

---

решающей степени учитывать национальные интересы России и отвечать задачам укрепления ее внутренних и внешних позиций.

\* \* \*

События, которые произошли в мире за последние годы, дали мощный импульс процессам формирования качественно иных геоэкономических и geopolитических 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 — 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, расчистить накопившиеся проблемы и наметить новые решения.

Сейчас появляются уникальные (по историческим меркам) возможности формирования качественно иных подходов и механизмов, которые могут заложить основы устойчивого развития России на многие годы вперед, усиливая ее международные позиции и превращая ее в один из важных центров экономического и политического влияния в мире.

Такие возможности необходимо использовать.







## ОБ АВТОРЕ

Ершов Михаил Владимирович окончил факультет международных экономических отношений Московского финансового института (в настоящее время — Финансовый университет при Правительстве РФ).

Окончил очную аспирантуру Института мировой экономики и международных отношений (ИМЭМО) АН СССР, защитив кандидатскую диссертацию по международным валютно-финансовым проблемам.

В 1998 г. защитил докторскую диссертацию в Институте Европы РАН по международным валютно-финансовым проблемам.

Работал в крупных международных и российских финансовых компаниях и банках. В течение ряда лет возглавлял консультационный департамент международной аудиторской фирмы «Делойт и Туш СНГ».

Принимал участие в работе экспертных групп государственных и общественных организаций. Входит в состав Межрегионального банковского совета при Совете Федерации.

Участвовал в рабочих группах президиума Государственного совета РФ:

- по проблемам государственной промышленной политики (2003 г.);
- по проблемам развития банковского сектора (2006 г.);
- по проблемам повышения инвестиционной привлекательности регионов РФ (2010 г.).

Участвовал в работе официальных делегаций в рамках встреч «Большой семерки» (G-7).

Автор большого числа публикаций по валютным, банковским и денежно-кредитным проблемам. Автор трех индивидуальных монографий.

В настоящее время является Старшим вице-президентом Росбанка.



## **About the book of M. Ershov «World Financial Crisis. What's next?»**

What are the main reasons behind the most powerful crisis in the newest history? Who won and who lost as a result? Why the efficiency of the modern financial capitalism (particularly its «US-version») was not enough to save its main players (investment banks etc.)? What risks lie ahead?

It's clear that measures used against crises helped to avoid collapse of the system but did not eliminate its core roots. Moreover, some old and new risks start to re-emerge again.

What are the real in-depth reasons behind the events that can be seen «on the surface» — stock market fluctuations, «currency wars», risks of sovereign defaults? Will they lead to major shifts in global economic and political power as well as change the role of forces and players that remain 'behind the scenes'? Who will take over in the post-crisis era?

All these questions are being addressed in the book.

The author explains why his previous forecasts happened to be correct. He also gives some new forecasts about the main risks of the global economy and of its main players.

*Научное издание*  
**Ершов Михаил Владимирович**

**МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС. ЧТО ДАЛЬШЕ?**

Главный редактор **Е.В. Полиевктова**  
Корректор **М.В. Чулanova**  
Художественное оформление **Е.С. Пыхтееева**  
Графика **И.Н. Олимпиева**  
Компьютерная верстка **Т.В. Дмитриенко**

ИД № 03627 от 25.12.2000.

Подписано в печать 03.02.2011.  
Формат 60 × 90<sup>1</sup>/<sub>16</sub>. Бумага офсетная. Гарнитура “Lazurski”.  
Печл. 18,5. Тираж 3000 экз. Изд. № 8595.  
Заказ №

ЗАО «Издательство «Экономика»  
123995, Москва, Бережковская наб., 6.

Типография «Наука»  
121099, Москва, Шубинский пер., 6.

ISBN 978-5-282-03130-0



9 785282 031300 >