

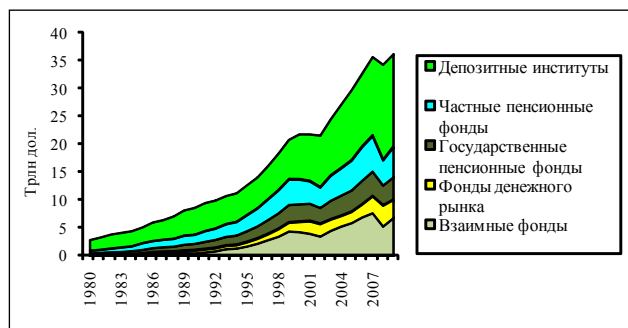
Мир в посткризисных условиях – новые проблемы¹

М. В. Еришов,
старший вице-президент Росбанка,
доктор экономических наук

Говоря о проблемах развития мировой экономики после глобального финансового кризиса, глава Банка Англии Мервин Кинг констатировал: «Ни одна из причин текущего кризиса не устранена»².

Одной из важных причин были масштабные перекосы в балансах банков с точки зрения соотношения капиталов и активов (левередж). Проблема осложнялась также тем, что большинство участников рынка функционировало в условиях более «мягкого» регулирования, чем банки. На встрече «Группы 20» в ноябре 2011 г. было еще раз подчеркнуто, что «теневая банковская система», которая «вызывает рост системных рисков за рамками регулируемого банковского сектора»³ – одна из важных причин кризиса.

Действительно, более лояльное регулирование, чем у традиционных коммерческих банков, позволяло финансовым компаниям, хедж-фондам, инвестиционным банкам, фондам денежного рынка осуществлять финансовое посредничество с меньшими издержками, чем традиционная коммерческая банковская система.



Источник: Financial Crisis Inquiry Commission. 2010. May.

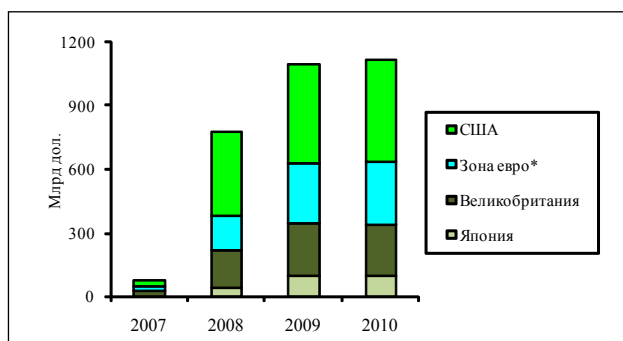
Рис. 1. США: Активы ряда финансовых институтов

Причем, если еще в 1980-е гг. на традиционную банковскую систему приходилось около 70% активов всего финансового сектора, то к 2000-м годам их доля сократилась до менее 50%, при этом значение других финансовых институтов существенно возросло.

В сочетании с низкой ценой денег и легкостью их получения на рынке (или в центральных банках) такое нежесткое регулирование привело к системным перекосам в финансо-

вом секторе и к недостаточным объемам капитала относительно активов, что в итоге обострило ход кризиса.

И если капиталы удалось несколько нарастить, то возникшая проблема накопленных долгов сохраняется (рис. 2, таблица).



* Бельгия, Франция, Германия, Италия, Люксембург, Нидерланды.

Источник: BIS. Rescue Packages and Bank Lending. WP № 357. 2011. Nov. P. 3.

Рис. 2. Накопленный привлеченный капитал

Т а б л и ц а

Долг: государственный, корпоративный, домашних хозяйств (% номинального ВВП)

	2000 г.	2010 г.
США	198	268
Япония	410	456
Германия	226	241
Великобритания	223	322
Франция	243	321
Италия	252	310

Источник: BIS. The Real Effects of Debt. WP № 352. 2011. Sept. P. 7.

В целом проблема качества активов в балансах ведущих банков остается актуальной. По оценкам, акции Bank of America, Morgan Stanley, Citigroup оцениваются рынком с дисконтом в 43 – 46% (относительно балансовой величины материальных активов)¹, что указывает на крайне настороженное отношение рынка к качеству их активов.

Для того чтобы обезопасить себя от возможных обострений на рынке, участники предпочитают увеличивать объемы ликвидности в своих балансах.

Обращает на себя внимание тот факт, что прирост наличных средств в балансах, который начался в период кри-

¹ CNBC. 2011. Sept. 22.

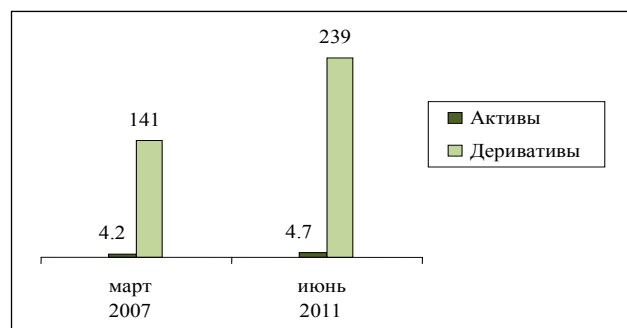
¹ Статья отражает личное мнение автора. www.ershovm.ru

² King M. Do We Need an International Monetary System? Speech at the 2011 Economic Summit at the Stanford Institute for Economic Policy Research. 2011. March 11.

³ G-20 Cannes Summit Final Declaration. 2011. 4 Nov.

зисной паники, продолжается и сейчас, когда ситуация, казалось бы, начала нормализовываться.

В целом настораживает и то, что продолжается масштабная мультипликация производных инструментов на основе «первичных» активов. Мы помним ту негативную роль, которую сыграли деривативы в разворачивании кризиса 2007 г. Сейчас объем деривативов у американских банков существенно превышает предкризисный уровень (рис. 3).



* 2007 – JP Morgan Chase Bank NA, Citibank National ASSN, Bank of America NA, HSBC Bank USA National ASSN, Wachovia Bank National ASSN; 2011 – JP Morgan Chase Bank NA, Citibank National ASSN, Bank of America NA, Goldman Sachs Bank USA, HSBC Bank USA National ASSN.

Источник: US Comptroller of the Currency.

Рис. 3. Пять крупнейших банков США: активы и деривативы (трлн дол.)

И хотя мы опять слышим, что это следствие «реструктуризации» портфелей, а также попытки уменьшения и распыления рисков, следует помнить, что подобные доводы мы слышали и в преддверии кризиса.

Также проблема левеверджа, хотя и постепенно, нормализуется, но продолжает привлекать к себе пристальное внимание.

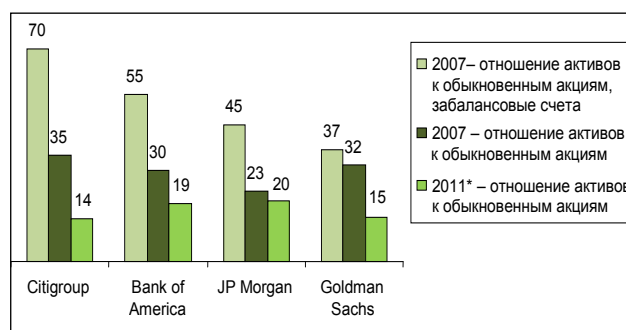
О кредитном плече (левевердже). Неоправданные перекосы в балансах ведущих финансовых институтов приводили к тому, что на их собственные средства (капитал) приходились многократно большие размеры активов, с которыми эти банки работали.

По различным группам финансовых институтов размер левеверджа, показывающий отношение активов к капиталу, превышал до кризиса в среднем 7 – 10 раз (в зависимости от видов операций и сферы деятельности), у хедж-фондов и инвестиционных банков он часто приближался к 20, а иногда и к 30¹.

При этом с учетом забалансовых операций для большинства финансовых учреждений показатели левеверджа были значительно больше, достигая в некоторых случаях уровня 50 – 70 раз (рис. 4). Причем объемы забалансовых операций порой превышали объемы самого баланса. Так, по оценкам, забалансовые операции Citigroup в 2006 г. достигали около 2 трлн дол., тогда как величина самого баланса составляла лишь 1,8 трлн долларов².

Очевидно, это был недосмотр регуляторов, которые в условиях длительного роста экономики, серьезно увеличив-

шего возможности ее участников по получению прибыли, не могли адекватно противостоять интересам таких участников, даже несмотря на формирующиеся будущие риски.



* На 30.06.2011 года.

Источники: рассчитано по данным US National Information Center; US Fed, SNL Financial and 10-Ks; FCIC, Hearing on the financial crisis. 2010. Jan. 13, и др.

Рис. 4. Кредитное плечо ведущих американских банков в конце 2007 г. и в настоящее время

На слушаниях в Комиссии по проблемам финансового кризиса (FCIC) в США о причинах кризиса президент Bank of America справедливо указывал на то, что было непонятно, «почему рынки и регуляторы могли терпеть левевердж, достигавший 40:1 или даже 60:1 в крупнейших инвестиционных банках»¹. Годом позже, резюмируя мнения регуляторов и участников рынка, Комиссия сделала следующий вывод: «Финансового кризиса можно было избежать. Кризис был результатом как действия, так и бездействия людей». «Частые провалы в финансовом регулировании и надзоре оказались разрушительными для стабильности национального финансового рынка»².

При этом перекосы в балансах и риски, которые возникали по мере роста рынка, для регуляторов были в значительной степени очевидны. В одном из своих 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 дол., что превышало ее капитал в 100 раз.

Затем полученные средства были использованы для открытия позиций по производным финансовым инструментам на номинальную сумму 1,25 трлн дол., что превышало размер капитала в 1000 раз³.

Аналогичная картина отмечалась и в других сферах. По оценкам, страховые компании, осуществляющие страхование определенных рисков по ряду операций (например, страхование от дефолта по конкретным бумагам), имели капитал, который был почти в 100 раз меньше объемов страхуемых активов. Очевидно, что это изначально закладывало риск дефолта уже самого страховщика в случае наступления кризисных событий⁴.

¹ Такое определение дается, в частности, в материалах слушаний по банкротству Lehman Brothers US Bankruptcy Court, NY, 2010. March. 11. Иногда дается иное определение кредитного плеча, которое рассматривается как соотношение капитал/активы, что делает его практически аналогичным нормативу Н1, используемому в российской банковской практике и опирающемуся на Базельские принципы (см., в частности, законы об американской финансовой реформе HR 4173).

² IMF.

¹ Moynihan B. T. Testimony to FCIC. Washington, D. C. 2010. January 13. P. 10.

² FCIC. 2011. January.

³ Born B. Chairperson. Regulatory Responses to Risks in the OTC Derivatives Market. Commodity Futures Trading Commission Committee of Federal Regulation of Securities ABA Section of Business Law. Washington, D.C. 1998. Nov. 13.

⁴ IMF.

Использование леввереджа имеет и еще один важный аспект уже не просто технического, но системного характера, придавая этой проблеме геоэкономический и даже геополитический характер. 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 FCIS, подчеркивалось, что при таких подходах цены на активы фактически могут определяться лишь небольшой группой инвесторов, которая в состоянии поставить под свой контроль огромные активы¹.

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 «делеввередж»).

Неудовлетворительные перспективы ведущих американских банков привели к снижению их кредитных рейтингов в сентябре 2011 г. Агентство Moody's снизило рейтинги таких банков, как Bank of America, Citigroup, Wells Fargo.

Учитывая, что указанные банки – это крупнейшие участники финансового рынка и на них приходится около 30% всех депозитов и 30% всех активов американской банковской системы, то речь идет о сохранении масштабных проблем финансовой системы в целом и делает ситуацию весьма неблагоприятной.

Укажем, что оборотной стороной процесса делеввереджинга также является целый ряд негативных последствий. В частности, сокращение частного долга трансформируется в рост государственного долга, когда государство приходит

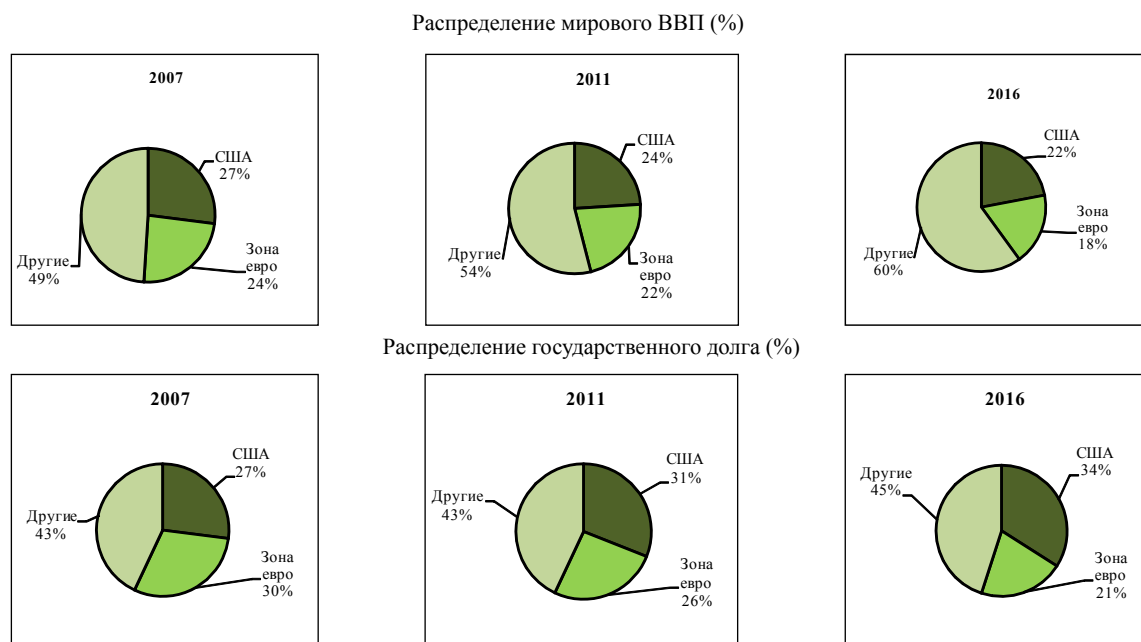
на помощь должникам. В результате масштабности проблем возникающая долговая нагрузка может существенно дестабилизировать ситуацию и спровоцировать новый кризис, и это тем более возможно, так как ситуация в целом нестабильна, проблемы до конца не решены, а нервозность участников высока. «Мир находится на пороге следующего финансового кризиса, эпицентром которого будут суверенные долги» – таково мнение некоторых экспертов¹.

Кроме того, когда банки в целом начинают проводить более осторожную кредитную политику, то в случае чрезмерного консерватизма, пришедшего на смену излишней активности, такая политика может привести к замедлению экономических процессов. Также укажем на вновь начавшуюся тенденцию вложений в инструменты низкого качества и высокой доходности в целях достижения необходимых результатов². Это вновь может ухудшить балансы и создать новые риски.

Таким образом, многие из прежних проблем сохранились, ряд из них трансформировался в новые источники рисков, а еще целая группа дестабилизирующих факторов сформировалась на этапе осуществления антикризисных мер.

На конференции Федеральной резервной системы США летом 2011 г. ее глава Б. Бернанке заявил, что «для достижения экономической и финансовой стабильности фискальная политика США должна поддерживать как минимум стабильный, а лучше – уменьшающийся уровень долга относительно национального дохода»³.

Однако ожидается, что при уменьшении доли США в мировом ВВП их доля в глобальном государственном долге будет возрастать (см. рис. 5).



Источники: IMF's Fiscal Monitor, International Financial Statistics and World Economic Outlook; Prasad E.S. Role Reversal in Global Finance. Aug. 2. 2011.

Рис. 5. Вклад ряда стран в глобальный ВВП и в глобальный государственный долг

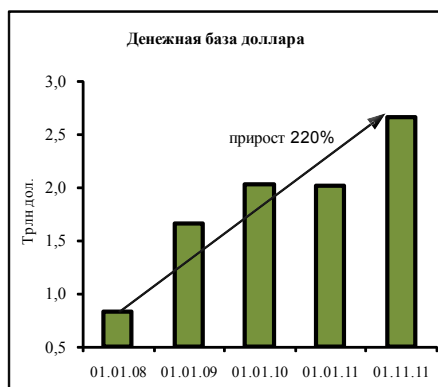
¹ El-Erian M. Bloomberg. 2011. 22 Sept.

² Мы указывали на такие процессы еще в 2010 г. См.: Еришов М. В. Новые риски посткризисного мира // Вопросы экономики. 2010. № 12. С. 7 – 8; Еришов М. В. О перспективах и рисках развития после кризиса // Деньги и кредит. 2011. № 2. С. 13.

³ Bernanke B. S. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium. Jackson Hole. Wyoming. 2011. August 26.

¹ FCIS Hearings.

Сохранение дефицитов будет означать как сохранение задач их финансирования, так и системный и долгосрочный характер самой проблемы в целом, решение которой может потребовать многих лет. Если не будет принято радикальных шагов по исправлению ситуации, «государственный долг будет расти до опасных размеров в большинстве развитых и во многих развивающихся странах в течение следующих 25 лет»¹, – указывают международные эксперты.



Источники: ФРС США, Банк России.

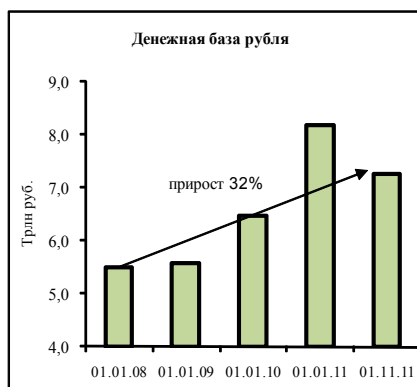
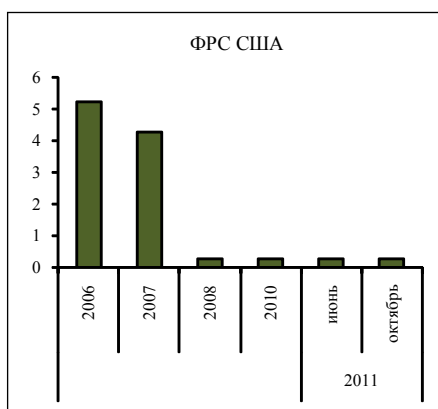


Рис. 6. Денежная база в США и России

Отметим, сколь «агрессивны» были меры, осуществляемые в США, в целях нормализации ситуации – и в плане обеспечения экономики финансовыми ресурсами, и с точки зрения удешевления стоимости этих ресурсов (по сравнению, например, с российской экономикой). Обратной стороной этих мер было существенное сужение возможностей антикризисных рычагов в будущем. Процентные ставки в ряде

стран приближаются к нулевым значениям и их дальнейшее снижение невозможно. (Ситуация в целом являет собой пример «ловушки ликвидности» и в отдельных случаях вынуждает идти на использование отрицательных процентных ставок, как это было в Швеции, центральный банк которой установил летом 2009 г. отрицательные ставки по депозитам коммерческих банков в центральном банке.)



Источники: ФРБ Нью-Йорка; Банк России.

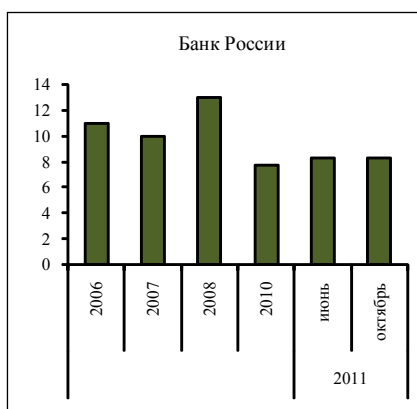


Рис. 7. Ставки рефинансирования ФРС США и Банка России (%)

В России прирост денежной базы сменился некоторым ее сокращением: значительная часть поступившей на рынок ликвидности была стерилизована при помощи различных инструментов.

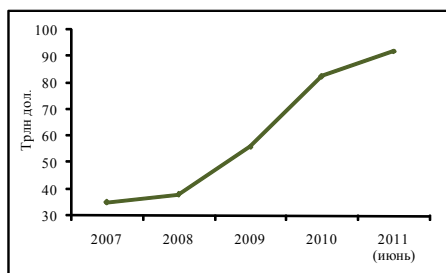
Отметим при этом, что посткризисные риски, конечно, следует оценивать с учетом масштабного роста глобальной ликвидности.

Если при этом учитывать и иные формы денежных агрегатов (как это иногда делается экспертами для более полного представления о масштабе проблем), то только в США эти величины достигают огромных значений. Обращает на себя внимание устойчивый рост рассматриваемого агрегата, величина которого существенно превышает докризисные значения (рис. 8). (Для сравнения приводим данные по мировому ВВП.)

Причем в целом объемы многих финансовых активов превысили докризисные уровни (рис. 9).

¹ Gagnon J. E. with Hinterschweiger M. The Global Outlook for Government Debt over the Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy. Peterson Institute for International Economics. 2011. P. 2.

Агрегированная ликвидность* в США



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

Источники: nowandfutures.com; Мировой банк.

Мировой ВВП (трлн дол.)

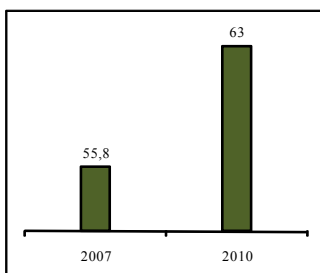
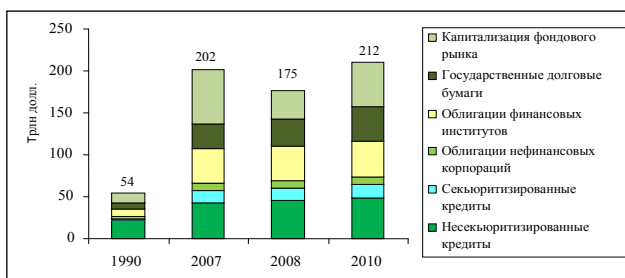


Рис. 8. Ликвидность и ВВП



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

Рис. 9. Ряд базовых компонентов финансовой сферы (рассчитано по 79 странам, на конец периода, по постоянному курсу 2010 года)

Что касается дополнительной ликвидности, то она создала риски увеличения миграции свободного капитала со всеми вытекающими дестабилизирующими последствиями для рынков, вынудив ряд стран пойти на ограничивающие шаги по капитальным операциям.

В 2008 г. мы писали: «Нужен тщательный мониторинг движения капиталов, причем не только из страны, но и, что не менее важно, в страну. При этом нельзя руководствоваться формальными принципами – «любые инвестиции хороши» и «чем больше – тем лучше». В современных условиях следует уделять внимание качеству капитала, срокам, характеру и направлениям его использования...»¹. Важны и условия репатриации.

Теперь примерно об этом пишет даже МВФ: «**В условиях растущего притока средств** (выделено нами. – М. Е.) контроль над движением капиталов может быть полезен для обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности»².

При этом, по оценкам крупных международных инвесторов, рынок долгосрочных казначейских облигаций, который «оттягивает» часть свободной ликвидности, представляют собой очередной пузырь со всеми вытекающими рисками³. В случае потери доверия со стороны инвесторов и продажи этих бумаг высвободятся еще большие средства на рынке, которые усилят дестабилизирующий характер такой ликвидности. Сохраняющиеся перекосы в балансах ряда финансовых институтов, обострение долговых проблем, не-

¹ См.: Еришов М. В. Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России // Вопросы экономики. 2008. № 12. С. 24.

² См.: IMF. Managing Capital Inflows: What Tools to Use? Staff Discussion Note. 2011. April 5.

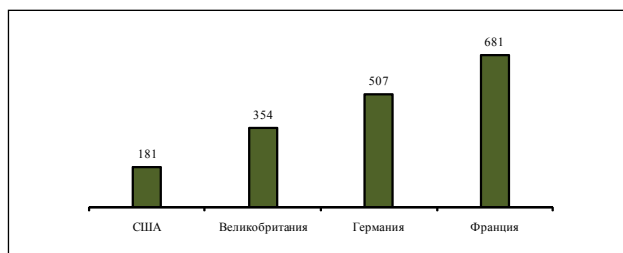
³ Bloomberg. 2011. Aug. 25.

ясность перспектив жилищного рынка (в первую очередь американского), наряду с избыточной глобальной ликвидностью делают ситуацию крайне неустойчивой.

В целом антикризисные меры (в том числе вливание ликвидности, снижение ставок и др.) только отчасти снизили накал проблем. Еще в начале 2011 г. в новой книге «Мировой финансовый кризис. Что дальше?» мы указывали, что «антикризисные меры лишь стабилизировали ситуацию на некоторое время, не устранив фундаментальных причин, вызвавших кризис. Именно поэтому даже при возобновлении роста на рынке сохраняется напряжение, а вероятность «второй волны» кризиса остается высокой»¹. События августа 2011 г.

показательны в плане настроений участников рынка относительно дальнейших перспектив.

Возникшие европейские проблемы в условиях глобальной взаимозависимости усиливают риски для ведущих банков, в том числе американских. Шесть крупнейших из них имеют вложения в проблемные страны еврозоны (Греция, Испания, Португалия, Ирландия и Италия) на общую сумму 50 млрд дол. (на 30 сентября 2011 г.). Вследствие широкого проникновения американских банков во многие сферы мировой экономики и чувствительности этих сфер к положению банков США, международное рейтинговое агентство Fitch именно на них обратило внимание и заявило, что «если ситуация с долговым кризисом зоны евро не разрешится вовремя и необходимым образом, то общая долговая ситуация в американском банковском секторе может ухудшиться» и «имеется риск дальнейшего «заражения»² (несмотря на то, что вложения американских банков меньше вложений банков других государств в проблемные европейские страны (рис. 10).



Источник: BIS.

Рис. 10. Вложения банков ряда стран в проблемные страны зоны евро (Греция, Испания, Португалия, Ирландия, Италия), на конец июня 2011 г., млрд дол.

В этой связи важны те шаги, которые предпринимаются рядом европейских государств по стабилизации положения в европейских экономиках.

Так, недавние решения Германии и ряда стран могут внушать определенный оптимизм относительно смягчения проблем с евро. Как известно, в сентябре 2011 г. немецкий парламент одобрил меры с целью увеличения роли Германии по стабилизации положения в Европе и поддержки европейской валюты. Германия увеличит свое участие в предоставлении

¹ Еришов М. В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика. 2011. С. 11.

² Bloomberg. 2011. Nov. 17. (US Banks Face Contagion Risks From European Debt: Fitch).

гарантий по кредитам до 211 млрд евро относительно согласованного ранее уровня участия в 123 млрд евро¹. В случае положительного решения со стороны других стран будет создан весомый механизм, стабилизирующий положение в еврозоне.

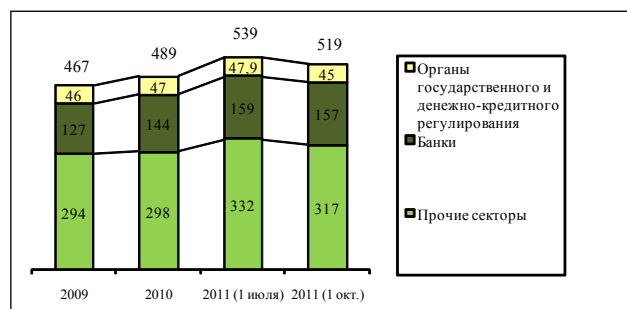
Тем не менее следует сказать, что еще на ранних этапах валютных обострений было понятно, что в системном плане ситуация будет под тщательным контролем и с евро вряд ли что-то случится (текущая рыночная волатильность, естественно, допускается).

Полгода назад мы писали: «Представляется, что как при создании евро решающим был политический фактор, а не экономический, так, вероятно, будет и в будущем. При том, что в конце 1990-х гг. развитие интеграционных процессов в Европе достигло достаточного уровня, это тем не менее не устраняло существенных различий, которые отмечались между странами (например, Германия и Франция – с одной стороны и Греция и Португалия – с другой). И до реальной «унификации» своих экономик (которая была бы важна для эффективной интеграции) этим странам еще предстояло пройти большой путь. Однако различия не явились препятствием к объединению, поскольку принятые *политические решения* поставили участников перед свершившимся фактом и заставили перестраивать все свои экономические механизмы и подходы в связи с новой финансовой архитектурой. В связи с этим представляется, что если единая валюта встанет перед проблемой «быть или не быть» и на повестку дня, по сути, будет поставлен вопрос о возможном «демонтаже» сложившейся финансовой архитектуры последнего десятилетия со всеми вытекающими из такого решения геоэкономическими и геополитическими рисками и глобальными системными изменениями, в такой ситуации с большой степенью вероятности вновь возобладает политический фактор. Именно на таком уровне и в таком аспекте должны 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 решения международных участников должны быть направлены на сохранение позиций евро в международной валютно-финансовой системе»².

Российская экономика: возвращение старых рисков.

После короткого перерыва, связанного с кризисом, вновь начал расти корпоративный внешний долг – промышленных компаний и банков (хотя III квартал 2011 г. и показал некоторое снижение – рис. 11), что вновь создает нежелательные риски, когда возможности финансирования внутриэкономических процессов становятся зависимыми от внешней конъюнктуры и от иностранных кредиторов и инвесторов.



Источник: Банк России.

Рис. 11. Внешний долг Российской Федерации (млрд дол.)

¹ New York Times. 2011. 29 Sept.

² Еришов М. В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? С. 247 – 248.

Ситуация осложняется также тем, что адекватные механизмы замещения внешних источников на внутренние практически не используются. Главный эмиссионный центр Российской Федерации при осуществлении эмиссии и формировании денежной базы вновь вернулся к внешним источникам: рублевая ликвидность создается на основе притока экспортной выручки и путем привлечения валютных займов из-за рубежа. Практика опоры на внутренние факторы при формировании рублевой базы, которые стали более важными в период кризиса, вновь отошла на вторые роли. В результате денежная сфера российской экономики вновь начинает во все большей мере зависеть от мировой конъюнктуры со всеми негативными последствиями¹. В итоге в системном плане мы вынуждены в решающей степени опираться на отрасли ТЭК, превращаясь в главного сырьевого экспортера.

Очевидно, в случае сохранения подобных тенденций в будущем, будет не только сложно решать задачи по диверсификации экономики и ее отходу от сырьевой направленности, но и сам статус сырьевого экспортера со временем может сойти на нет из-за истощения ресурсов.

Необходимость расширения дополнительных точек опоры для ведущих экономик в нестабильной глобальной среде, на наш взгляд, ускорила и возможность положительного решения по вступлению России в ВТО. Причем твердость позиции России по принципам такого вступления на завершающих фазах этих переговоров в последние годы привела к тому, что наша страна принята в эту организацию в значительной степени на тех условиях, которые отстаивала в последние годы.

10 ноября рабочая группа ВТО одобрила присоединение России к ВТО, а 16 декабря 2011 г. Россия была официально принята в члены ВТО. Она стала членом организации на своих условиях: поддержка сельского хозяйства не снизится, внутренние цены на газ будут регулироваться, иностранным банкам так и не разрешат открывать в России филиалы.

То, что при последовательном и настойчивом подходе со стороны России ее примут в члены ВТО на ее условиях, было очевидно много лет назад. Страны – члены ВТО не могут оставить без внимания тот огромный потенциал и те огромные возможности, которые откроются для членов организации в результате полномасштабной интеграции и открытости экономики России. В конечном итоге ВТО не меньше заинтересована в России, чем Россия в ВТО, хотя, конечно, это встречный процесс и при его правильной и взвешенной организации выиграть должны все стороны. И хотелось бы, чтобы позиции России отстаивались не только на данном этапе, но и в перспективе.

Мировое развитие после кризиса выглядит неустойчиво. Прежние риски не до конца устранены, а новые становятся все более отчетливы. Складывающаяся стабильность выглядит в целом хрупкой и делает крайне актуальной готовность использования антикризисных стабилизирующих механизмов в случае необходимости. А таковая, похоже, может не заставить себя долго ждать. ■

¹ Об этом мы неоднократно писали ранее (см., например: Еришов М. В. Мировой финансовый кризис: год спустя // Вопросы экономики. 2009. № 12; Еришов М. В. Новые риски посткризисного мира // Вопросы экономики. 2010. № 12).