

О некоторых экономических рисках после кризиса¹



Михаил Ершов

старший вице-президент Росбанка

«Мир находится на пороге следующего финансового кризиса, эпицентром которого будут суверенные долги», – считают известные эксперты². Действительно, антикризисные меры и помощь частному сектору привели к трансформации корпоративного долга в долг страновой, что еще больше обострило последний, поставив многие экономики перед угрозой дефолта. Разразившийся в 2011 г. «еврокризис», который затронул ряд стран и

со всей остротой поставил на повестку дня вопрос о дееспособности нынешних интеграционных механизмов. Вновь стали звучать предложения о дополнении нынешней валютной интеграции более жесткими мерами бюджетной политики стран-участниц.

Указанные негативные тенденции сопровождаются усилением дестабилизирующих рисков, вследствие масштабного роста глобальной ликвидности, который значительно превысил рост ВВП (рис. 2).

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 капиталов это будет усиливать риски новых региональных кризисов и волатильность как финансовых рынков, так и мировой экономики в целом.

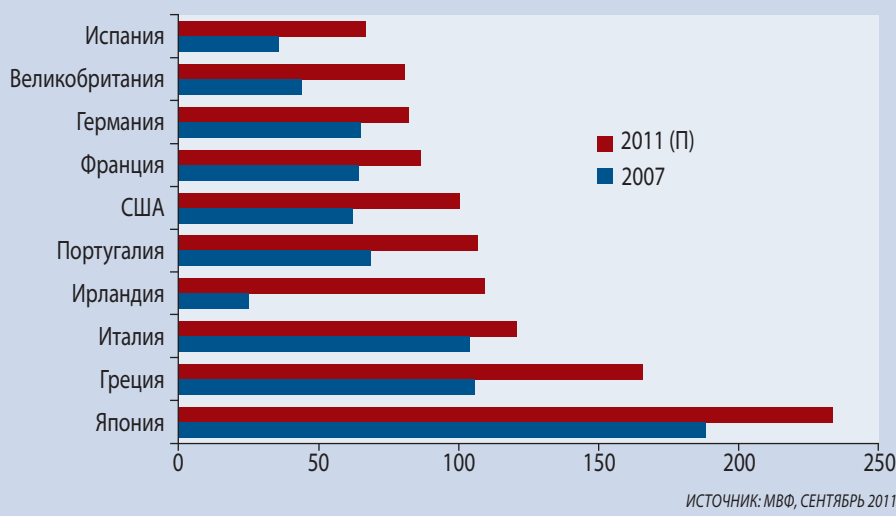
Как справедливо указывалось в международных обзорах, «развитые страны слишком быстро влили большие ресурсы в развивающиеся государства. Это привело к пузырю активов в ипотеке и на фондовом рынке, а также к удорожанию валют»³.

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.

Еще в 2008 г., а также позднее в своей новой книге «Мировой финансовый кризис. Что дальше?» (март 2011 г.)⁴, 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, обеспечивая соответствие указанных параметров экономическим приоритетам»⁵.

Теперь примерно об этом пишет даже МВФ: «В условиях растущего притока средств контроль над движением капиталов может быть полезен для обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности»⁶.

Рисунок 1. Государственный долг в 2007 г. и прогноз на 2011 г. (на конец периода, % к ВВП)



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

² El Erian. World Is on Eve of Next Financial Crisis over Sovereign Debt. – Bloomberg, 2011. – Sept. 22.

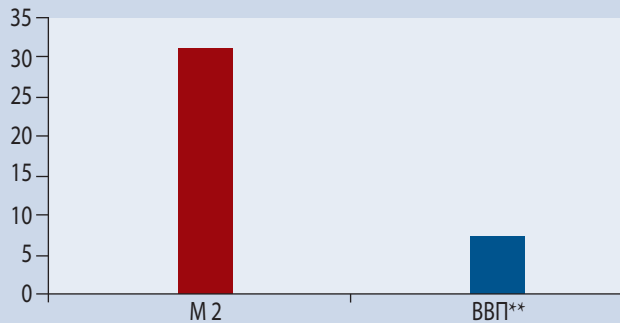
³ Gallagher K.P. «Losing Control: Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements», UN report. – No 58. – May 2010.

⁴ Ершов М.В. «Мировой финансовый кризис. Что дальше?» – М.: Экономика, 2011. – 295 с.

⁵ Ершов М.В. «Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России»// Вопросы экономики, 2008. – №12. – С. 24.

⁶ IMF, Staff Discussion Note «Managing Capital Inflows: What Tools to Use?». – April 5, 2011.

Рисунок 2. Прирост денежной массы (M2) и ВВП основных экономик* в 2007–2010 гг. (декабрь к декабрю, %)



* Еврозона, США, Великобритания, Япония, Китай, Россия.
 ** Прирост номинального ВВП.

ИСТОЧНИК: РАССЧИТАНО ПО ДАННЫМ EUROSTAT, US FED, BEA, BANK OF ENGLAND, BANK OF JAPAN, NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA, ЦБ РФ, РОССТАТ

Рисунок 3. Пять крупнейших банков США: активы и деривативы (трлн долл.)



* 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

Настораживает также, что продолжается масштабная мультипликация производных инструментов на основе «первичных» активов. Мы помним ту негативную роль, которую сыграли деривативы в разрывании кризиса 2007 г. Сейчас уровень деривативов у американских банков существенно превышает предкризисный уровень (рис. 3).

Кроме того, в условиях низких процентных ставок и, как следствие, низкой доходности, участники рынка вновь начинают активно использовать различные высокорисковые инструменты, которые

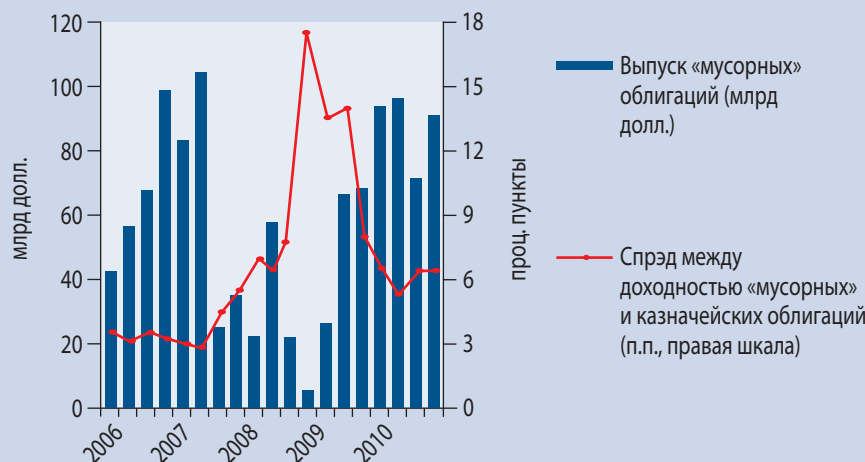
одновременно дают возможность получения более высокой доходности. В частности, эмиссия «мусорных» облигаций, которая существенно сократилась в период кризиса, вновь начали расти⁷ (рис. 4).

Очевидно, что, даже несмотря на регулирующие и ограничительные меры, у банков в мире вновь будет расти кредитное плечо и неоправданно раздуваться их балансы. Другими словами, 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»⁸.

В целом «ни одна из причин текущего кризиса не устранена», констатировал некоторое время назад глава Банка Англии М. Кинг⁹. Это говорит о том, 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.

Рисунок 4. «Мусорные» облигации в мире



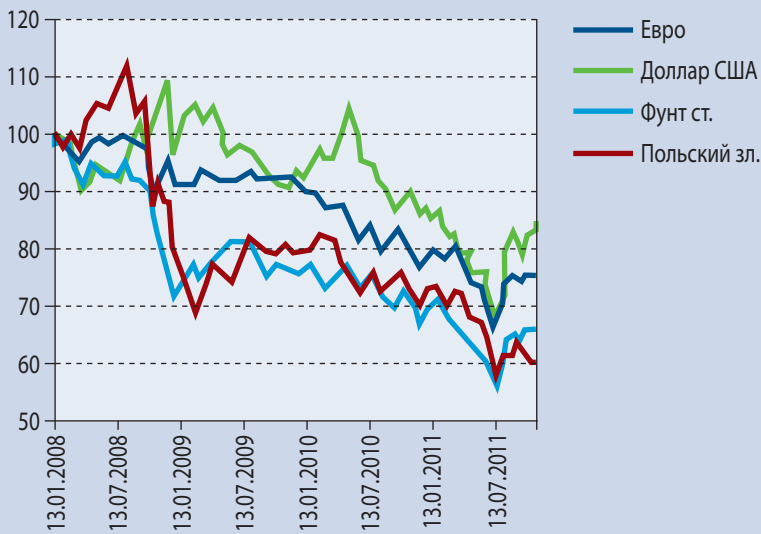
ИСТОЧНИК: THE ECONOMIST, SEPT. 2010

⁷ 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.). Брошюра. – Май 2010 г. – www.ershovm.ru

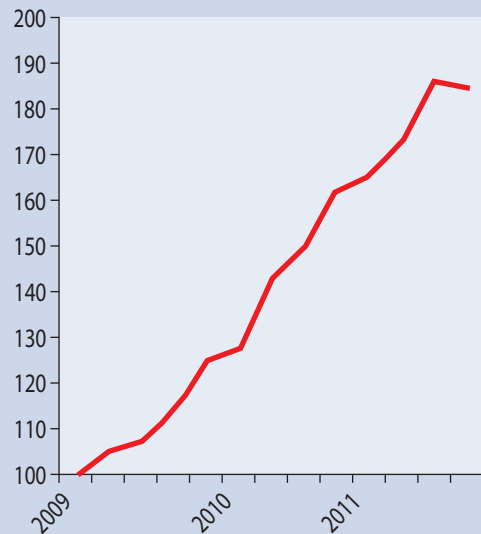
⁸ Shirakawa M. Some thoughts on incentives at micro and macro level for crisis prevention. – BIS, Papers No53, June 2009. – P. 25–26.

⁹ M. King, «Do we need an International Monetary System?» Speech at the 2011 Economic Summit at the Stanford Institute for Economic Policy Research. – March 11, 2011.

Рисунок 5. А) Курс швейцарского франка
(янв. 2008 г. – ноябрь 2011 г., нач. янв. 2008 = 100)



Б) Рост цен на золото
(нач. янв. 2009=100)



Неуверенность инвесторов демонстрируется тем, что растет курс швейцарского франка (традиционной «валюты-убежища» в кризисные времена), а также золото (рис. 5). Тенденция стала столь устойчивой, что вынудила швейцарских регуляторов объявить об их готовности интервеннировать на рынке в случае дальнейшего удорожания национальной валюты, поскольку это, по их мнению, создавало трудности для экономики страны.

Денежно-кредитные подходы: поступательное движение назад

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

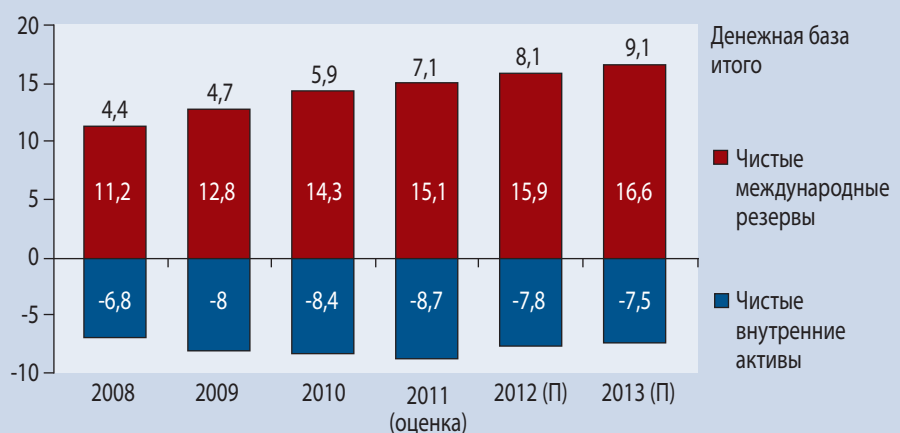
ной государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010-го и 2011 г.», пересмотренной в условиях кризиса и принятой в окончательной редакции в конце года, еще более отчетливо предусматривался основной упор при формировании денежного предложения на рост внутренних источников (чистых внутренних активов) при уменьшении внешнего фактора. Предполагалось, что это позволит «более эффективно использовать процентные инструменты денежно-кредитного регулирования, сделать действенным процентный канал трансмиссионного механизма»¹⁰, а также разрешит «за счет

уменьшения присутствия Банка России в операциях на валютном рынке повысить гибкость курсовой политики, осуществить постепенный переход к режиму свободно плавающего валютного курса»¹¹.

Фактически роль внешнего фактора в 2008 г. действительно сократилась, а внутреннего – возросла.

Однако денежная программа на 2012 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

Рисунок 6. Денежная база рубля (трлн руб.)



ИСТОЧНИК: «ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2012 ГОД И ПЕРИОД 2013-ГО И 2014 ГОДА», ОСНОВНОЙ ВТОРОЙ ВАРИАНТ, ЦБ РФ, 2011

¹⁰ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010-го и 2011 г.»/ ЦБ РФ. – С. 27.

¹¹ Там же.

Рисунок 7. Темпы прироста отраслей промышленности в 2005–2011 гг. (в % к предыдущему году)



Рисунок 8. Структура ВВП по использованию (%)



и предполагавших сделать основными внутренние источники монетизации. Теперь в качестве основных (вновь, как и многие годы до того) будут внешние источники при формировании денежной базы (рис. 6).

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 идти 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 (т.к. 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, трансмиссионные механизмы не могут эффективно обеспечивать переток ресурсов, а процентные ставки не в состоянии адекватно отражать стоимость ресурсов для экономики¹².

Некоторые позитивные тенденции

Еще до кризиса, с 2005 г., начали отмечаться изменения в структуре роста, когда темпы прироста продукции обрабатывающих производств существенно превысили темпы прироста добычи полезных ископаемых¹³.

Еще в 2005 г., по оценкам Мирового банка, отмечался быстрый рост внутреннего спроса и уверенный рост в отраслях, работающих на внутренний рынок. В результате делался вывод о том, что «наблюдаемые изменения в структуре промышленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля»¹⁴.

Аналогичная тенденция сохранилась и в последующем, и хотя эксперты того же Мирового банка задавали 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»¹⁵.

Таким образом, можно говорить о наметившейся 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»¹⁶. Действительно, и в 2010-м, и в 2011 г. темп роста обрабатывающих отраслей превышал рост добывающих отраслей (рис. 7).

Кроме того, снижается значение фактора «экспорта» и, напротив, растет значение внутренних факторов роста (рис. 8).

Все это в немалой степени было обусловлено возобновлением посткризисных курсовых тенденций с большей опорой на складывающуюся ситуацию на валютном рынке (что предполагает удорожание рубля) и воздержание от неоправданных валютных обесценений. (О позитивном курсовом влиянии, напомним, говорилось Мировым банком еще до кризиса – в 2005 г.)

После кризиса – и перед мировой экономикой, и перед российской – стоит немало проблем, появляются новые риски. И от того, насколько своевременными и взвешенными будут подходы участников рынка и регуляторов, зависит возможность успешного развития в турбулентном посткризисном мире.

¹² 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.

¹³ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год». – ЦБ РФ. – С. 5.

¹⁴ Всемирный банк. Доклад об экономике России, ноябрь 2005. – № 11, с. 6.

¹⁵ Всемирный банк. Доклад об экономике России, июнь 2007 г. – №14, с.5.

¹⁶ Всемирный банк. Доклад об экономике России, ноябрь 2010 г. – № 23, с. 5.