

# Ведущие экономики: продолжение антикризисных мер<sup>1</sup>

В конце января 2012 г. глава ФРС Б. Бернанке заявил, что оживление американской экономики разочаровывает. Более того, важнейшие факторы «вытягивания» экономики из депрессии – потребительский спрос и ипотека – остаются в сложном состоянии. Падение цен на жилье почти на 1/3 от их предкризисного пика (рис. 1, а) привело к сокращению активов домашних хозяйств (household wealth) более чем на 7 трлн долл. и дальнейшему росту объе-



**Михаил Ершов**  
Старший вице-президент  
Росбанка

экономике настолько сложна, что требует столь длительного удешевления ресурсов для стимулирования роста? Кроме того, о планируемом уровне ставок участки рынка всегда обычно узнавали не до, а после принятия таких решений. И то, что подобное решение официально объявлено заранее и на длительный срок, являясь беспрецедентным само по себе, может говорить о высокой степени неуверенности участников рынка, их неблаго-

приятном положении и желании регуляторов внести большую ясность относительно своих будущих шагов, облегчая тем самым решение финансовых вопросов для компаний и банков. Помимо удешевления финансовых ресурсов, для нейтрализации последствий кризиса многие страны (в первую очередь США) пошли на масштабную «накачку» экономики ликвидностью. В результате эмиссия долларов (денежная база) возросла более чем в 3 раза (рис. 3).

Обеспокоенность регуляторов США, конечно, вызвана большим количеством как текущих, так и системных проблем, которые существовали еще до кризиса. Одна из них – так называемые «глобальные дисбалансы», при которых страны с избыточными сбережениями и профицитами балансов финансируют дефицитные экономики, где уровень потребления (инвестиций) выше уровня сбережений.

К странам – кредиторам мировой экономики относится и Россия, чей уровень накопленных финансовых ресурсов делает возможным вкладывать эти средства в инструменты и экономики других государств. Средства стабилизационных фондов, золотовалютные резервы часто вкладывались в казначейские или ипотечные бумаги

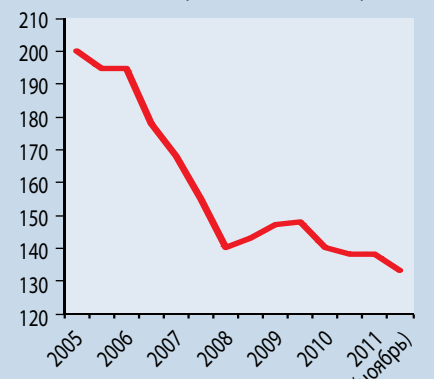
К странам – кредиторам мировой экономики относится и Россия, чей уровень накопленных финансовых ресурсов делает возможным вкладывать эти средства в инструменты и экономики других государств. Средства стабилизационных фондов, золотовалютные резервы часто вкладывались в казначейские или ипотечные бумаги

К странам – кредиторам мировой экономики относится и Россия, чей уровень накопленных финансовых ресурсов делает возможным вкладывать эти средства в инструменты и экономики других государств. Средства стабилизационных фондов, золотовалютные резервы часто вкладывались в казначейские или ипотечные бумаги

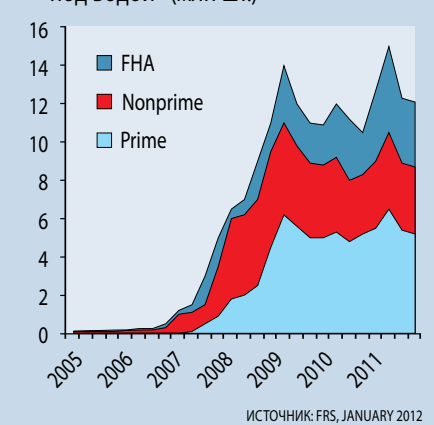
К странам – кредиторам мировой экономики относится и Россия, чей уровень накопленных финансовых ресурсов делает возможным вкладывать эти средства в инструменты и экономики других государств. Средства стабилизационных фондов, золотовалютные резервы часто вкладывались в казначейские или ипотечные бумаги

К странам – кредиторам мировой экономики относится и Россия, чей уровень накопленных финансовых ресурсов делает возможным вкладывать эти средства в инструменты и экономики других государств. Средства стабилизационных фондов, золотовалютные резервы часто вкладывались в казначейские или ипотечные бумаги

**Рисунок 1** а) стоимость домов (январь 2000 г. = 100)



б) количество ипотечных займов «под водой» (млн шт.)



финансовых ресурсов делает возможным вкладывать эти средства в инструменты и экономики других государств. Средства стабилизационных фондов, золотовалютные резервы часто вкладывались в казначейские или ипотечные бумаги

## О некоторых вопросах формирования золотовалютных резервов<sup>2</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 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 последние 3 года.

Учитывая, что кризисные тенденции в мировой экономике могут продолжить свое развитие в ближайший год, а это 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).

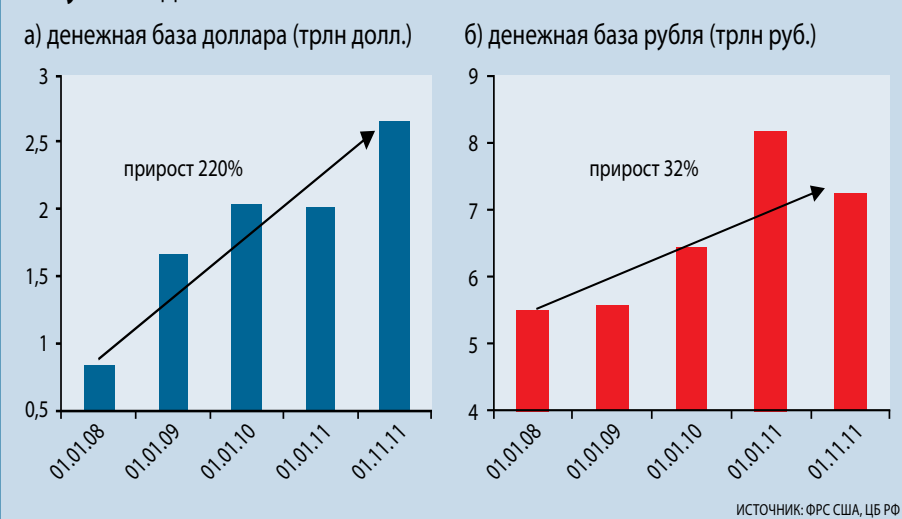
Снижению доллара могут также способствовать кризисные тенденции в американской экономике и снижение процентных ставок, делающие инвестиции в доллары менее привлекательными.

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.

**Рисунок 2.** Ставки рефинансирования и инфляция в США и РФ (%)



**Рисунок 3.** Денежная база в США и России



других стран (рис. 5), увеличивая риски потерь вследствие падения котировок бумаг (что и произошло, например, в случае бумаг ипотечных агентств США).

В этой связи вновь возникает вопрос о целесообразности таких подходов и необходимости и возможностях использования части таких средств (речь идет в первую очередь о стабилизационных фондах) внутри страны.

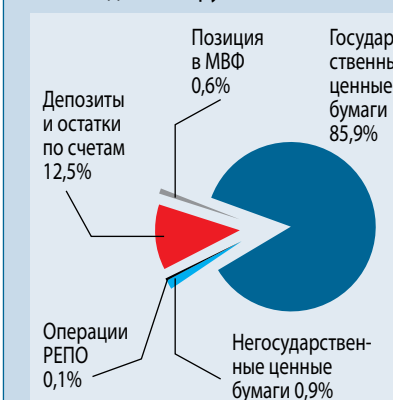
Относительно более взвешенного формирования золотовалютных резервов страны мы указывали еще до кризиса.

Многое из сказанного в ходе кризиса действительно произошло, и если бы такие тенденции были учтены заранее, это могло бы иметь гораздо более позитивный результат для российских регуляторов. В будущем следовало бы

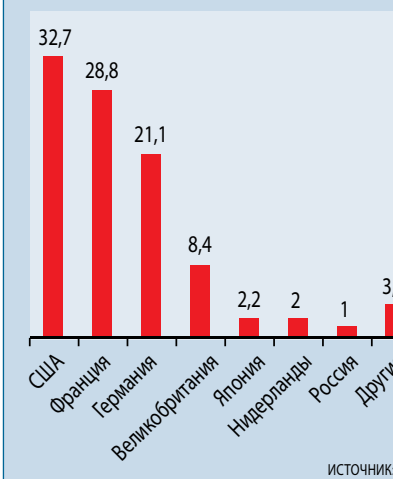
<sup>1</sup> Статья отражает личное мнение автора. www.ershovm.ru  
<sup>2</sup> Ершов В.М. О некоторых вопросах формирования золотовалютных резервов. К заседанию Комитета банковской деятельности РСПП. 07.02.2008 г.

**Рисунок 5.** Распределение валютных активов Банка России по инструментам и по странам (на 30.06.2011 г., %)

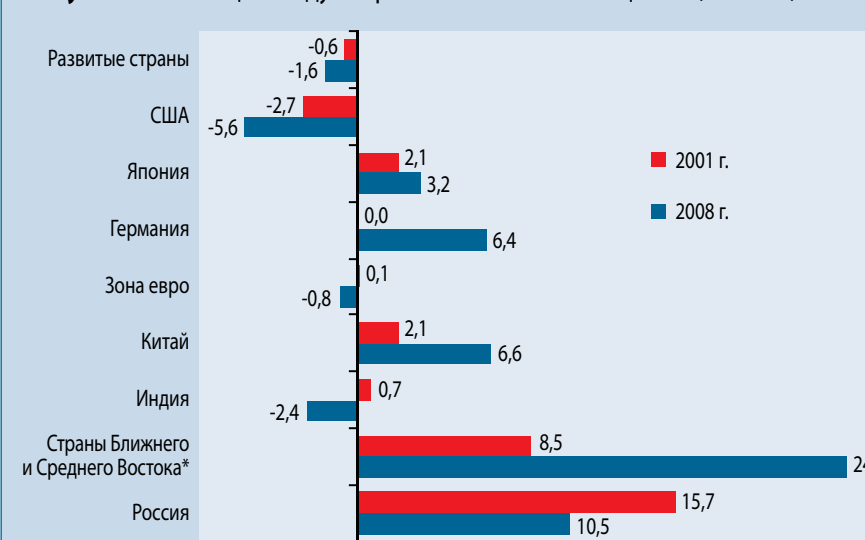
а) по видам инструментов



б) по странам



**Рисунок 4.** Разница между сбережениями и инвестициями (% к ВВП)

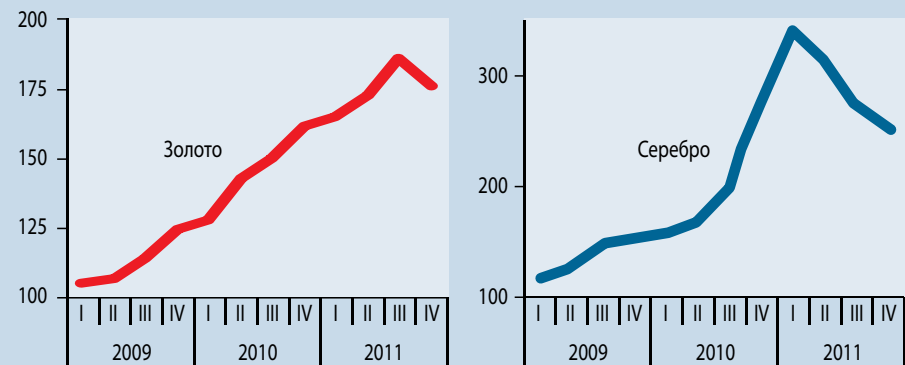


\* Иран, Кувейт, Ливия, Оман, Катар, С. Аравия, Йемен

ИСТОЧНИК: ПОСТРОЕНО ПО ДАННЫМ BIS, 2009

**Рисунок 6.** Швейцарский франк, золото, серебро дорожают

а) цена серебра и золота (долл./тр. унц., 01.01.2009 г. = 100)



б) укрепление швейцарского франка к евро и доллару (июль 2007 г. – февр. 2012 г., %)



ИСТОЧНИК: РАССЧИТАНО ПО ДАННЫМ KITCO.COM

со всей тщательностью оценить возможности дальнейшей оптимизации формирования ЗВР, тем более в случае возможных кризисных обострений.

После кризиса подходы к формированию резервов хоть и претерпели некоторые изменения (рис. 7), однако эти изменения не носят принципиального характера.

Внимание к внешним рискам тем более актуально, учитывая и «еврокризис», и дальнейшее наращивание долговой нагрузки в самих США. Согласно оценкам главы ФРС Б. Бернанке, «для достижения экономической и финансовой стабильности фискальная политика США должна поддерживать как минимум стабильным, а лучше – уменьшающимся уровень долга относительно национального дохода».

Фактически, однако, ожидается, что при уменьшении роли США в мировом ВВП их доля в глобальном госдолге будет возрастать (рис. 8).

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 многих развивающихся странах в течение следующих 25 лет»<sup>3</sup>, – указывают международные эксперты.

Все это делает ситуацию в мире крайне неустойчивой, повышая риски «второй волны». В таких условиях экономические власти и бизнес должны учитывать возможные риски, формируя необходимые механизмы, позволяющие преодолеть глобальную нестабильность (если таковая произойдет) с минимальными потерями и сохранить возможности для дальнейшего развития российской экономики.

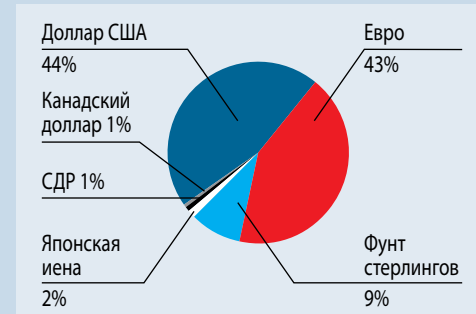
<sup>3</sup> Peterson Institute for International Economics.

**Рисунок 7.** Распределение валютных активов Банка России (%)

а) на конец 2006 г.



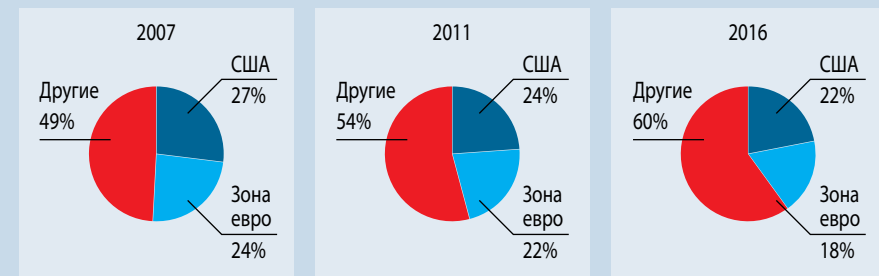
б) на 30.06.2011 г.



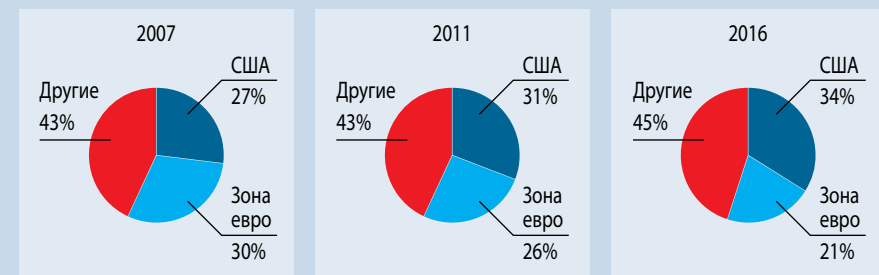
ИСТОЧНИК: ЦБ РФ

**Рисунок 8.** Вклад ряда стран в глобальный ВВП и глобальный госдолг

а) распределение мирового ВВП (%)



б) распределение государственного долга (%)



ИСТОЧНИК: IMF'S FISCAL MONITOR, INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS AND WORLD ECONOMIC OUTLOOK; PRASAD E.S. ROLE REVERSAL IN GLOBAL FINANCE, AUG. 2, 2011