

М. Ершов

Мировая экономика: перспективы и препятствия для восстановления*

Согласно последним прогнозам, мировой экономике потребуется 10 лет, чтобы снова обрести «приличную форму». Есть более резкие оценки: через 5–10 лет «весь западный мир будет охвачен колоссальным беспорядком». Регуляторы ряда основных стран существенно и за короткое время пересматривают собственные прогнозы в сторону ухудшения. Это свидетельствует о неясности и неопределенности перспектив дальнейшего развития. Действительно, интенсивные антикризисные меры снизили остроту прежних проблем, однако сами проблемы никуда не исчезли. Более того, ухудшилась ситуация по ряду других направлений: кризис в зоне евро, избыточная долговая нагрузка, чрезмерная глобальная ликвидность при ее одновременном дефиците в ряде сегментов рынка. Вновь — как и до кризиса — растут объемы рынка деривативов, а также высокорискованных операций с «мусорными» облигациями; обостряются бюджетные проблемы: «фискальный обрыв» (fiscal cliff) в США и др. Все это вынуждает регуляторов идти на беспрецедентные по своему масштабу и характеру меры. Удастся ли им переломить ситуацию?

Ключевые слова: антикризисные меры, «длинные» деньги, денежно-кредитная политика, ликвидность.

JEL: E44, E51, E58, F34, G21.

Согласно оценкам МВФ (октябрь 2012), «риски серьезного глобального замедления экономики выглядят тревожно высокими» (IMF, 2012). В начале июня занимавший тогда пост президента Всемирного банка Р. Зеллик был не менее категоричен: «Лето 2012 г. демонстрирует жуткое эхо 2008 г. Рынки показывают нервность по основным классам активов. Внутри группы риска суверенные долги еврозоны пришли на место ипотеки. Банки находятся под стрессом... Качество залогов ухудшается» (Zoellick, 2012). В такой ситуации вполне понятна та активность, которую проявляют регуляторы в ведущих странах, чтобы нормализовать ситуацию.

Ершов Михаил Владимирович (SDorofeeva@mx.rosbank.ru), д. э. н., старший вице-президент Росбанка (Москва); www.ershovm.ru.

* Статья отражает личное мнение автора.

Новые оценки состояния экономики требуют дополнительных мер поддержки

В конце августа 2012 г. глава ФРС США Б. Бернанке заявил, что «экономическая ситуация, очевидно, далека от удовлетворительной». Он отметил проблемы в сфере занятости и в области ипотечного кредитования, сложности в фискальной политике, наличие стрессов на кредитном и финансовом рынках, что сдерживает развитие экономики (Bernanke, 2012a).

Американская экономика демонстрирует некоторый рост — в пределах 2% за первое полугодие. Однако вызывает удивление, что апрельские прогнозы роста, сделанные в ФРС на 2012 г., были пересмотрены летом в сторону снижения на 20%! (см. табл. 1). Значит, высокоинформированные эксперты ФРС за два месяца сумели узнать о развитии своей экономики какие-то факты, которые заставили их масштабно пересмотреть прогноз? Или появились новые, доселе не учтенные обстоятельства, вызвавшие такую серьезную переоценку за столь короткое время?

Т а б л и ц а 1

Прогнозы ФРС темпов роста ВВП США, 2012 г. (в %)

	2012	2013
Июньский прогноз	1,9–2,4	2,2–2,8
Апрельский прогноз	2,4–2,9	2,7–3,1

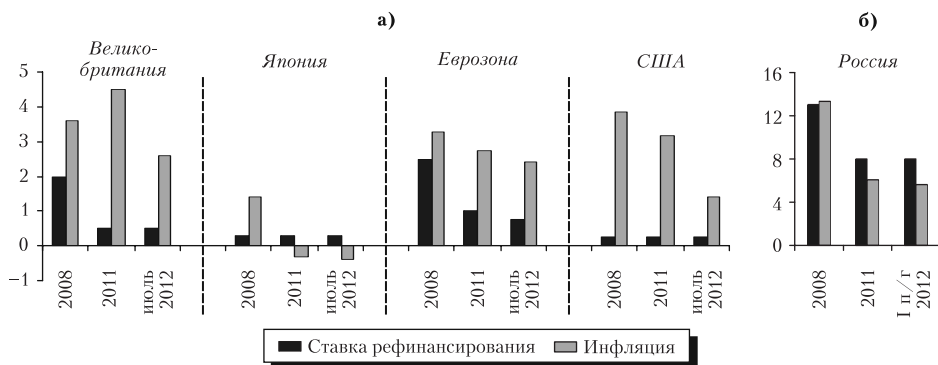
Источник: US Fed, July 2012.

Отметим также, что регуляторы используют беспрецедентные, ранее не применявшиеся меры для борьбы с кризисом. В дополнение к «накачке» ликвидностью и снижению ставок даже ниже уровня инфляции используются «вербальные» интервенции относительно будущей политики, причем содержащие конкретные цифры. Так, ФРС *заранее и на несколько лет вперед* объявила устанавливаемый ею уровень процентных ставок (federal funds rate). Сначала было заявлено, что до середины 2014 г. ставки останутся на нынешнем уровне — в диапазоне 0–0,25% (сейчас их фактический уровень составляет около 0,15%). Затем эту дату сдвинули до середины 2015 г. Такой долгосрочный сигнал рынку может означать, что настроения участников действительно плохие, и для оживления ситуации не только требуется столь низкая цена ресурсов — ниже инфляции (что иногда наблюдалось), но и ее уровень надо объявлять заранее (что крайне необычно для ЦБ).

В ответ на кризис практически все развитые страны существенно удешевили свои финансовые ресурсы, снизив процентные ставки, которые сейчас в основном находятся на уровне ниже темпов инфляции (см. рис. 1а). В связи с этим растут масштабы явления, известного как «ловушка ликвидности» (liquidity trap). В результате на первый план выходит задача стимулирования спроса для оживления экономики.

При этом развивающиеся страны (а также Россия) проводят гораздо более жесткую монетарную политику (см. рис. 1б, 2). В них процентные ставки ЦБ существенно превышают инфляцию.

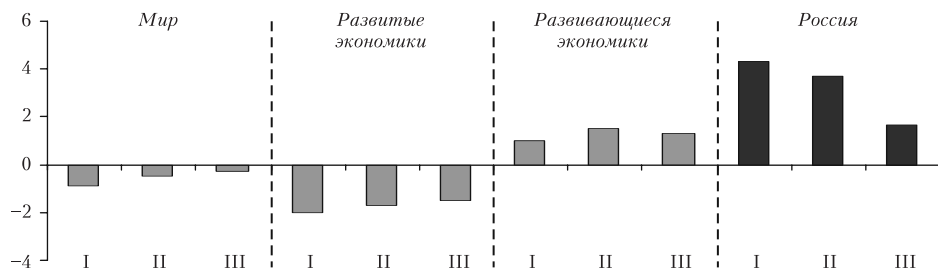
Ставка рефинансирования и инфляция в ряде стран (в %)



Источники: Банк Англии, Банк Японии, ЕЦБ, ФРС США, ЦБ РФ.

Рис. 1

Реальные ставки рефинансирования по группам стран, 2012 г. (в %)

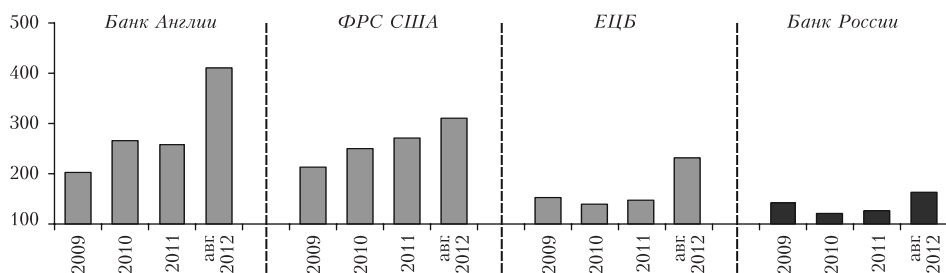


Источники: BIS, June 2012; ЦБ РФ.

Рис. 2

В результате всех принятых мер масштабно возросли балансы главных эмиссионных центров — национальных банков (см. рис. 3). С учетом ведущей роли, которую они и минфины развитых стран сыграли и продолжают играть в нормализации ситуации после кризиса, все более важным в системном плане становится вывод о том, что главную роль в современной глобальной экономике играет государство.

Рост балансов центральных банков ряда стран, 2008—2012 гг. (индекс, 2008 = 100)



Источники: Банк Англии, ЕЦБ, ФРС США, ЦБ РФ.

Рис. 3

Причем это заметнее проявляется в развитых странах, где раньше, казалось бы, преобладали рыночные механизмы частного сектора и свободный рынок в целом.

По оценкам Банка международных расчетов, суммарные активы всех центральных банков составляют в настоящее время около 18 трлн долл. (30% мирового ВВП). Десять лет назад это соотношение было в два раза меньше¹.

В этих новых условиях центральные банки не только предоставляют дешевую ликвидность экономике, но и все больше вынуждены поддерживать приоритетные сферы частного сектора. По словам главы Банка Японии М. Сиракавы, банк продолжит мощное денежное смягчение путем сохранения нулевых уровней процентных ставок и увеличит покупку активов, причем не только бумаг японского Минфина, но и рискованных инструментов частного сектора (корпоративных облигаций и др.), что является исключительно необычной практикой для центрального банка (Shirakawa, 2012) (см. табл. 2).

Т а б л и ц а 2

Программа покупки активов Банком Японии (трлн иен)

Раздел	Октябрь 2010 г. (создание программы)	Конец 2012 г.	Конец 2013 г.
Общий размер ^а	около 35	Около 65	Около 80
Облигации правительства ^б и векселя казначейства	3,5	33,5	48,5
Коммерческие бумаги и облигации корпораций	1,0	5,0	5,0
Финансирование по фиксированным ставкам под портфель залогов	30,0	25,0	25,0
Прочие ^в	0,5	1,72	1,72

^а Объем программы составил 60,2 трлн иен на 10 сентября 2012 г.

^б Банк Японии регулярно осуществляет покупку облигаций правительства в размере 21,6 трлн иен в год помимо облигаций, приобретенных по программе покупки активов.

^в Финансовые ресурсы, торгуемые на бирже и связанные с фондовыми индексами (TOPIX, Nikkei 225), инвестиционные ценные бумаги ипотечных инвестиционных корпораций.

Источник: Банк Японии.

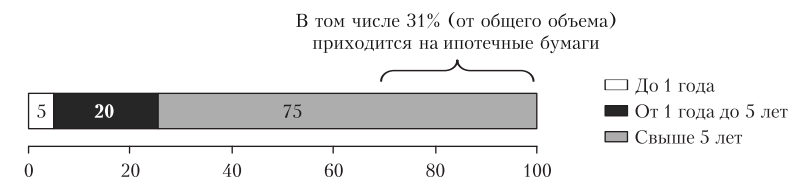
Аналогично, ФРС большую часть эмиссии долларов осуществляет путем покупки ипотечных бумаг, чтобы оживить эту важнейшую сферу экономики (см. рис. 4). В результате процентные ставки на данном сегменте рынка существенно снизились: если в конце 2008 г., когда ФРС объявила о планах покупки активов, ставки по 30-летним ипотечным кредитам превышали 6%, то к октябрю 2012 г. они снизились до 3,5% (Bernanke, 2012b).

Укажем, что осуществление денежно-кредитной политики в увязке с антикризисными мерами в развитых экономиках заставило в полной мере говорить о формировании «денежно-промышленной» политики (mondustrial policy). Она означает реализацию денежных подходов в увязке с промышленными приоритетами — ее отраслевыми и корпоративными элементами².

¹ BIS, June 24, 2012.

² www.investopedia.com.

Структура денежной базы США по срокам, сентябрь 2012 г. (в %)

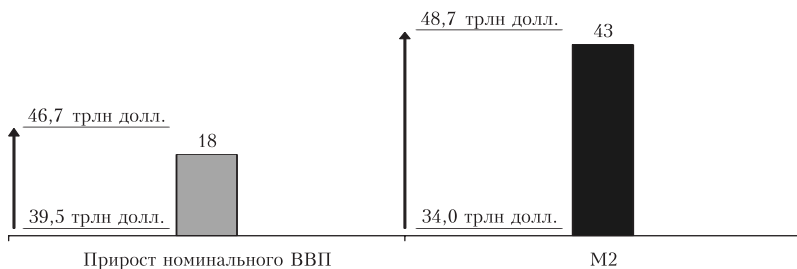


Источник: ФРС США.

Рис. 4

В результате принятых антикризисных мер мировая денежная масса существенно возросла, значительно опередив рост ВВП (см. рис. 5). Таким образом, сохраняются риски дестабилизирующего влияния избыточной ликвидности за счет масштабной «миграции капиталов», в первую очередь «горячих» денег, усиления волатильности сырьевых рынков, нестабильности валютных курсов.

Прирост денежной массы (M2) и ВВП ряда основных экономик*, 2007—2011 гг. (трлн долл., в %)



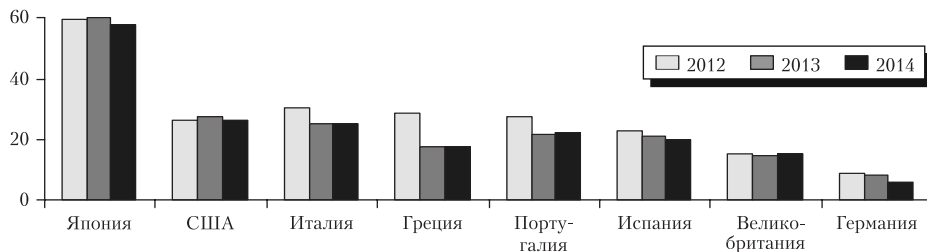
* Еврозона, США, Великобритания, Япония, Китай, Россия.

Источники: рассчитано по данным Eurostat, US Fed, BEA, Bank of England, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China, ЦБ РФ, Росстат.

Рис. 5

Более того, с учетом потребности в дополнительном финансировании ведущих стран в связи с предстоящими платежами по долгам в ближайшие годы эмиссия может возрасти еще почти на 28 трлн долл. (см. рис. 6). При этом денежная масса вследствие увеличения ликвидности может вырасти еще больше.

Потребности в финансировании, 2012—2014 гг.* (в % ВВП)

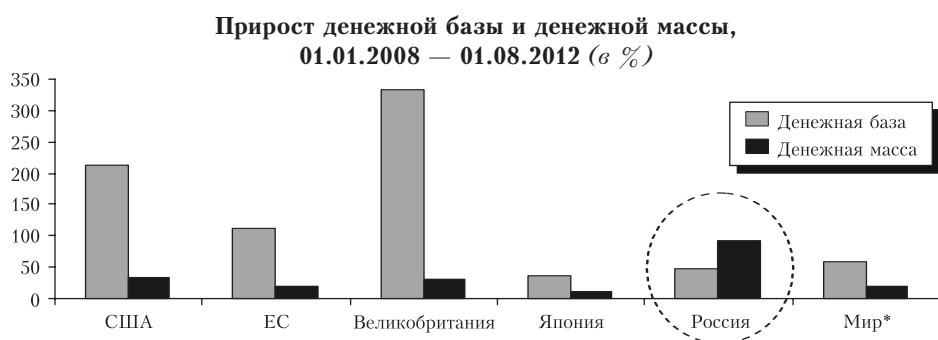


* Потребности в финансировании складываются из необходимости погашать долговые обязательства (в большей мере) и осуществлять расходы на обслуживание долга.

Источник: IMF, Oct. 2012.

Рис. 6

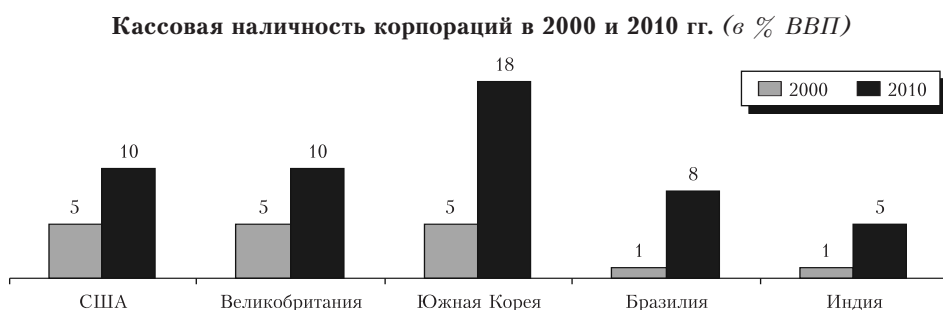
Отметим, что в большинстве развитых стран денежная база росла значительно более высокими темпами, чем денежная масса (см. рис. 7). Это стало следствием как общеэкономических причин (например, попыток регуляторов, в первую очередь в США, нейтрализовать инфляционный риск), так и технических обстоятельств. В числе последних можно назвать хранение в ФРС избыточных резервов американских банков, что препятствует поступлению эмитируемых долларов в экономику и тормозит действие мультипликатора, превращающего денежную базу в соответствующий агрегат денежной массы (в октябре 2008 г. ФРС установила платежи по размещенным в ней резервным требованиям банков — в настоящее время ставка составляет 0,25%). Этому способствует и политика ведущих банков США по формированию больших запасов наличности, которые фактически выступают своего рода «резервом» (см. рис. 8).



* Прирост за 2008—2011 гг.

Источники: Банк Англии, Банк Канады, Банк Японии, ЕЦБ, ФРС США, ЦБ РФ, Natixis.

Рис. 7



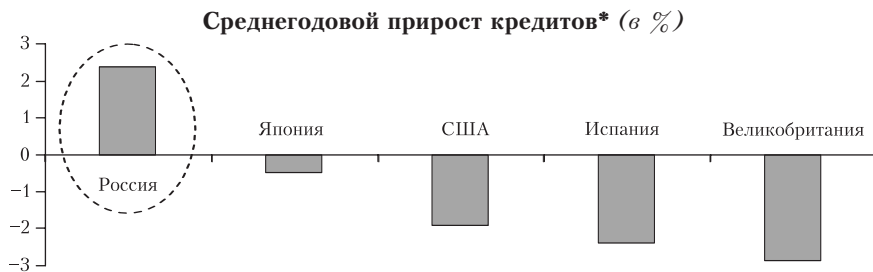
Источник: McKinsey Global Institute, 2011.

Рис. 8

Также укажем на «эффект объема» (значительно большего по размеру показателя денежной массы по сравнению с деньгами «высокой эффективности»). Он существенно сглаживает темпы прироста больших по масштабу показателей (в нашем случае — денежной массы) по сравнению с меньшими величинами (денежной базой).

Важным фактором, сдерживающим рост денежной массы на данном этапе, выступает снижение объемов кредитования коммерческими

банками (см. рис. 9). Это ограничивает поступление ликвидности в экономику и тормозит рост денежной массы.



* В реальном исчислении, за три года, по данным на июнь 2012 г.
 Источник: BIS, June 2012.

Рис. 9

«Здоровые банки, способные кредитовать, крайне важны для глобального оживления»³, говорилось в резолюции встречи G20 летом 2012 г. При этом падение объема кредитования и формирование больших объемов ликвидности, которая фактически не работает и не поступает в экономику, в целом отражают сохраняющуюся неуверенность участников рынка относительно своей устойчивости и возможностей развития (см. врезку 1).

В р е з к а 1

Противодействие кредитному сжатию

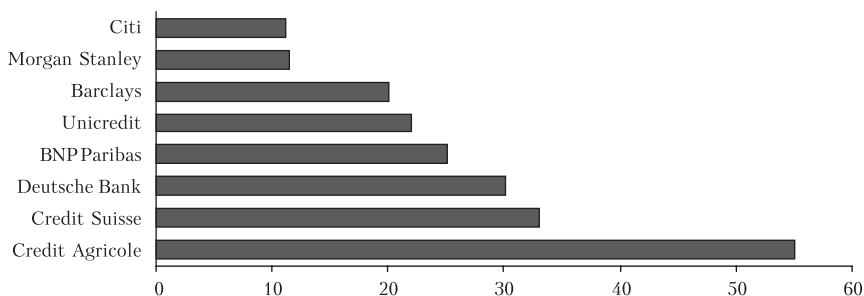
Ситуация с кредитным сжатием столь тревожная, что в некоторых странах начинают принимать специальные программы по оживлению кредитования. Так, Банк Англии объявил программу «финансирования кредитования» — funding for lending, которая будет осуществляться совместно с Казначейством и предполагает предоставление коммерческим банкам финансовых ресурсов по цене ниже рыночной для расширения кредитования нефинансового сектора. Причем предусматривается скользящая шкала, когда стоимость заимствований растет при снижении кредитования и наоборот. Другие страны (в частности, США) допускают возможность использовать схожие подходы (см.: Bernanke, 2012c).

В результате сокращения активных операций и роста капитализации банков их показатель «кредитного плеча» (leverage) несколько улучшился по сравнению с предкризисными значениями, хотя в ряде случаев по-прежнему остается высоким (см. рис. 10). При этом укажем, что нормализация балансов банков связана с их более консервативным поведением на рынке и, как следствие, с менее активным участием в экономических процессах.

Определенную обеспокоенность вызывает зависимость ведущих банков от краткосрочного фондирования. По данным ЕЦБ, в балансах европейских банков значительно возросла доля краткосрочных обязательств (пассивов), превысив соответствующий рост «коротких» активов и обострив тем самым проблему взаимного несоответствия срочности активов и пассивов (maturity mismatch). В целом в самих

³ G20. Los Cabos, June 2012.

Банки США и Европы с самым высоким уровнем левереджа, 2011 г. (раз)



Примечание. Существующие различия в особенностях отражения финансовых операций искажают итоговую картину (в частности, операции РЕПО, которые учитываются американскими банками на принципах «нетто», а европейскими банками — в категориях «гросс», естественно, меняют значения совокупных активов и увеличивают расхождения при сравнении итоговых величин).

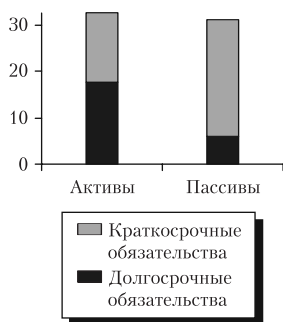
Источник: JP Morgan, June 2012.

Рис. 10

депозитах также преобладают «короткие» или даже «сверхкороткие» средства (в основном «овернайт») (см. рис. 11—12).

Балансы денежных финансовых посредников в зоне евро, II кв. 2011 г.

(по срокам обращения, трлн евро)

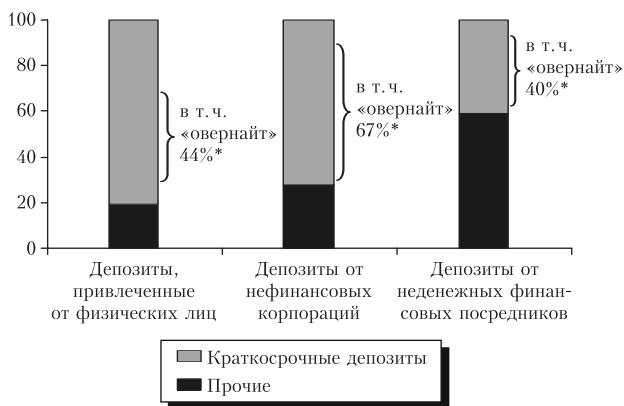


Источник: ECB, April 2012.

Рис. 11

Структура МЗ еврозоны, июль 2012 г.

(по секторам и срокам, в %)



* От общей суммы 100%.

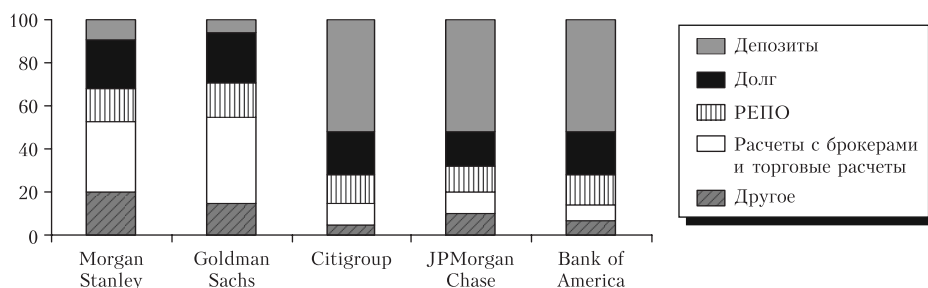
Источник: ECB.

Рис. 12

Аналогичная картина характерна для ряда ведущих американских банковских холдингов, где доля собственно депозитов, как относительно более устойчивых источников фондирования, в ряде случаев остается крайне низкой, а «короткие» источники значительны (см. рис. 13). Это в целом усиливает неустойчивость системы, что может быть особенно нежелательным при кризисном развитии ситуации.

При этом с 2011 г. регуляторы начали применять нормативы, оценивающие возможность погашения краткосрочных обязательств (будут введены в полном объеме в 2015 г.). В настоящее время, однако, для большинства банков коэффициент покрытия ликвидности ниже рекомендуемых 100%, что создает определенные риски для их балансов (см. рис. 14).

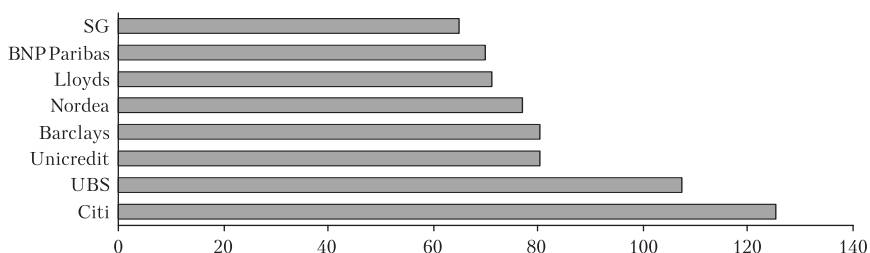
Пассивы американских банковских холдинговых компаний, на конец 2011 г. (в %)



Источник: IMF, Oct. 2012.

Рис. 13

Коэффициент покрытия ликвидности, на конец 2011 г. (в %)



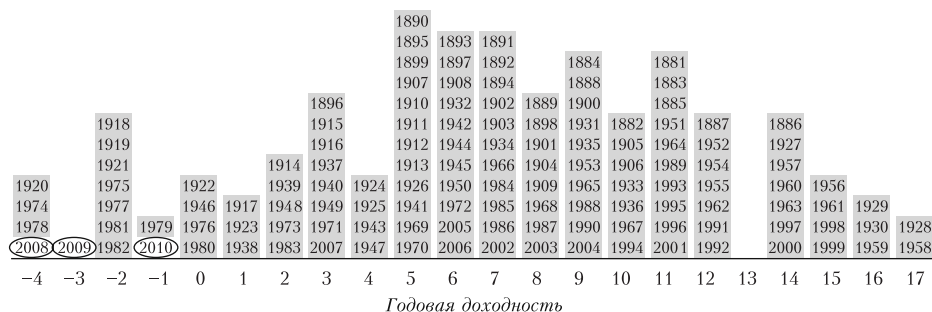
Источник: JP Morgan, June 2012.

Рис. 14

Низкая доходность вновь провоцирует высокие риски

Очевидно, удешевляя финансовые ресурсы для экономики, низкие процентные ставки одновременно задают вектор общего снижения доходности финансовых инструментов в мире. Особенно это касается такого важного инструмента размещения ресурсов, как фондовый рынок. Так, по оценкам, в последние годы наблюдаются наименьшие значения доходности на рынке акций за последние 100 с лишним лет (см. рис. 15).

Доходность акций в США*, 1881—2010 гг. (в %)



* Распределение скользящей средней 10-летней годовой доходности акций. Каждый блок представляет конечную точку 10-летнего периода и показывает годовую общую доходность для акционеров.

Источник: McKinsey Global Institute, 2011.

В условиях преобладающей низкой доходности, а также избыточной свободной ликвидности, которая ищет сферы применения, сохраняется устойчивый спрос на казначейские облигации США. Этот инструмент в достаточной мере удовлетворяет запросы инвесторов, хотя доходность по ним низкая и сама американская экономика испытывает серьезные трудности (см. рис. 16).

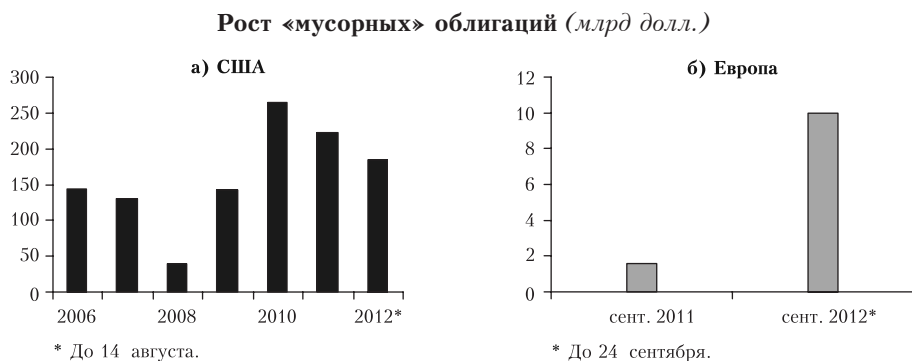


Источник: ФРС США.

Рис. 16

Вновь становятся популярными «мусорные» инструменты низкого качества, обеспечивающие более высокую доходность (см. рис. 17). При этом рост цен на эти инструменты приводит к снижению их доходности, которая сейчас может достигать 4–5% (а не 10% и выше, что обычно свойственно бумагам такого качества). Ожидается, что спрос на более рискованные и более доходные долговые инструменты, как на альтернативу казначейским облигациям, сохранится (Lattman, 2012). Другими словами, вновь начинают формироваться негативные процессы, которые обострили развитие последнего кризиса.

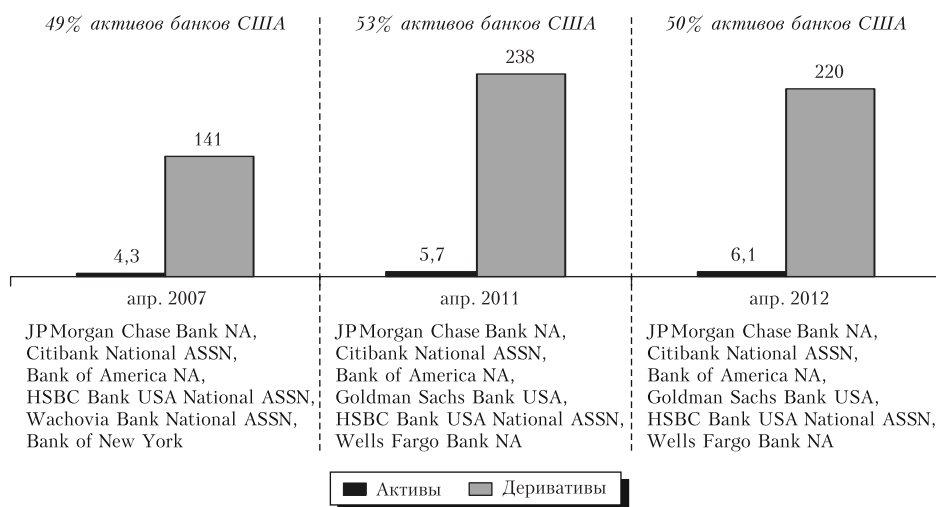
Не меньшую обеспокоенность вызывает рост объемов производных инструментов у крупнейших финансовых институтов. Так, у первых шести банков США (на них приходится 50% активов американской банковской системы) объем деривативов более чем в 1,5 раза превысил докризисный максимум (см. рис. 18). При этом нужно помнить, какую



Источники: а) Lattman, 2012; б) Financial News. 2012. Sept. 25.

Рис. 17

Объем активов и деривативов 6 крупнейших банков США (трлн долл.)



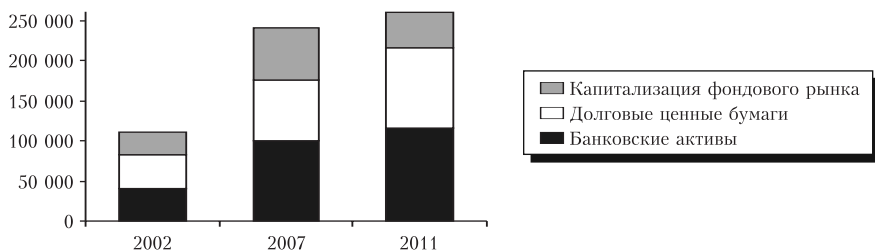
Источник: US Comptroller of the Currency.

Рис. 18

негативную роль они сыграли в разворачивании кризиса 2007—2009 гг. И хотя опять говорят, что наблюдаемый рост — следствие реструктуризации портфелей, а также попытки уменьшить и распределить риски, подобные доводы мы слышали и в преддверии кризиса.

В целом, несмотря на кризисные процессы в мире, объем глобальной финансовой системы после кризиса возрос (см. рис. 19). При этом увеличились объемы банковских активов и рынка долговых ценных бумаг, а капитализация фондового рынка снизилась.

Объем глобальной финансовой системы (млрд долл.)



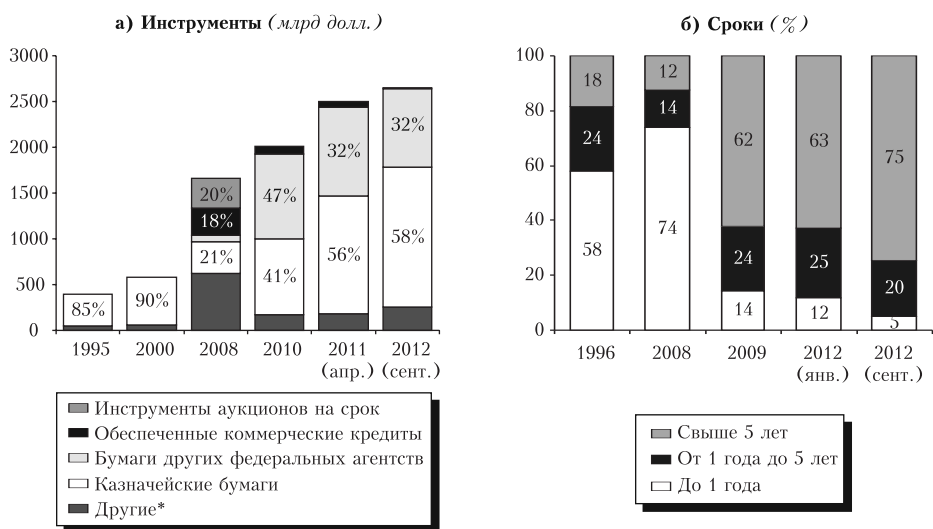
Источник: IMF, Oct. 2012.

Рис. 19

Масштабное создание «длинных» денег в мире

Центральные банки всех развитых стран продолжали эмиссию «длинных» финансовых ресурсов и в целом расширяли предложение «длинных» денег в экономике (см. рис. 20—23). Например, в США в начале 2012 г. был анонсирован подход, предполагающий рост доли «длинных» казначейских облигаций при снижении доли «коротких» бумаг в портфеле ФРС (operation twist), который был позднее неоднократно

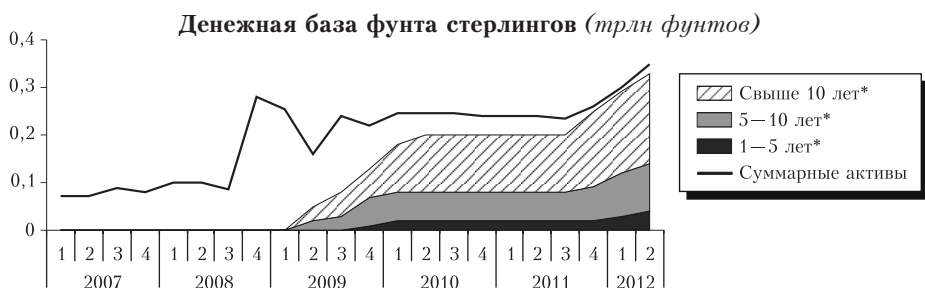
Денежная база доллара



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

Источники: US Fed; рассчитано по данным US Fed.

Рис. 20



* Гилты (государственные ценные бумаги), купленные через механизм покупки активов.

Источник: BIS, June 2012.

Рис. 21

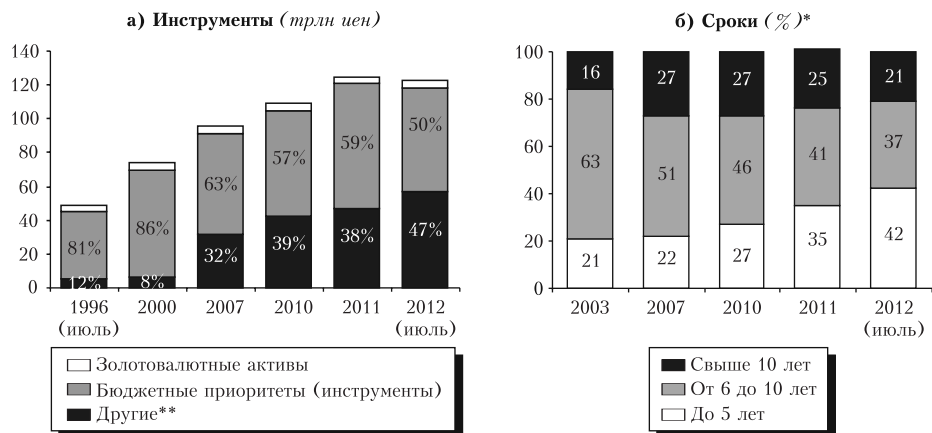
подтвержден (включая заседание FOMC в сентябре 2012 г.). В результате свыше 90% всей существующей эмиссии долларов осуществлено на основе покупки ФРС «длинных» казначейских облигаций (до 30 лет)⁴.

Аналогичную ставку на формирование «длинной» базы сделали и другие центральные банки. При этом ЕЦБ начал реализацию программы долгосрочного рефинансирования (LTRO), в рамках которой только в ходе двух проведенных аукционов более 1200 участников получили свыше 1 трлн евро. Больше всего средств привлекли банки Италии и Испании (см. рис. 24).

Подходы к предоставлению необходимой ликвидности в экономиках развитых стран и России принципиально отличаются. Объем ликвидности, полученной российской экономикой от экспорта сырой нефти в течение 10 лет (!), в еврозоне был обеспечен двумя чисто

⁴ Подробнее см.: Ершов, 2011.

Денежная база японской иены



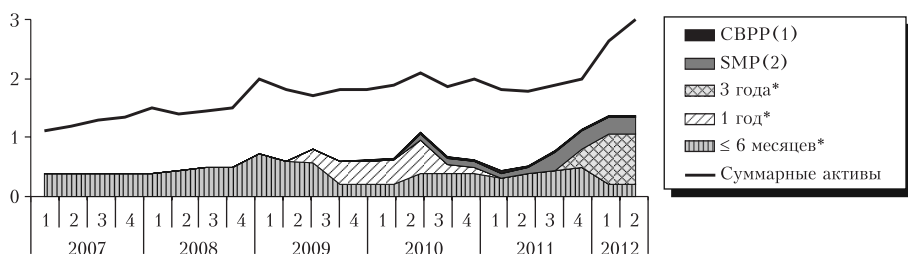
* Государственные облигации (составляют 65% денежной базы).

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

Источник: Банк Японии.

Рис. 22

Денежная база евро (трлн евро)



(1) Обеспеченные облигации, приобретенные по программе покупки обеспеченных облигаций 1 и 2.

(2) Ценные бумаги, приобретенные по программе покупки ценных бумаг.

* РЕПО.

Примечание. В составе активов баланса ЕЦБ находятся также золото, требования к резидентам за пределами зоны евро в иностранной валюте, требования к резидентам зоны евро в иностранной валюте, требования к резидентам за пределами зоны евро в европейской валюте и др.

Источник: BIS, June 2012.

Рис. 23

эмиссионными раундами за несколько месяцев (что, отметим, не сопровождается истощением невозобновляемой ресурсной базы).

Вновь подчеркнем главенствующую роль центрального банка (ЕЦБ) в укреплении основ финансовой системы региона после кризиса (см. рис. 25). Более того, ситуация с ликвидностью в еврозоне столь сложна, что позволяет ЕЦБ заключить: «Если не будут использоваться операции рефинансирования евросистемы, банковский сектор не сумеет покрыть свою потребность в ликвидности»⁵. Другими словами, проблемы экономики и финансового сектора еврозоны столь значительны, что без поддержки регуляторов самостоятельно банковский сектор не сможет нормально функционировать в нынешних посткризисных условиях. Очевидна также

⁵ ECB, April 2012.

Еврозона: долгосрочные операции рефинансирования ЕЦБ (LTRO)

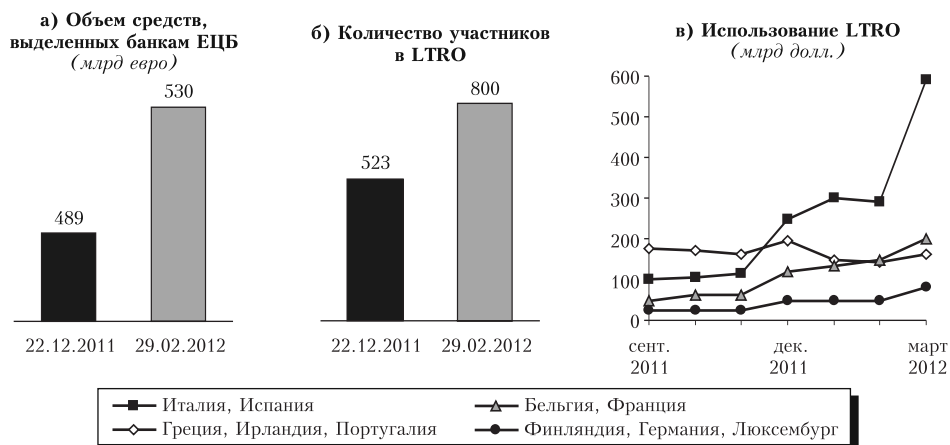


Рис. 24

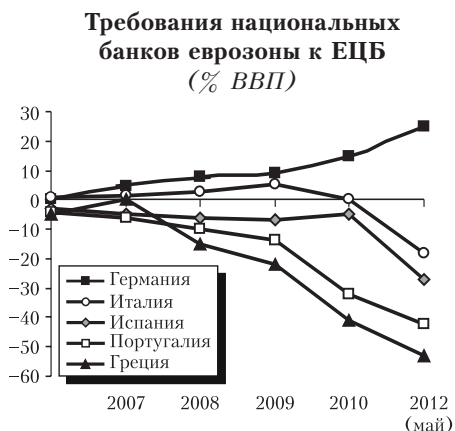


Рис. 25

Размещение средств на депозитах национальных центральных банков евросистемы (млрд евро)

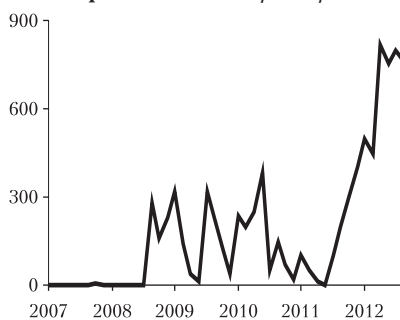


Рис. 26

и решающая роль ЕЦБ относительно будущего европейской валюты. По мнению руководства ЕЦБ, с учетом того «объема *политического* капитала, который был инвестирован в евро... ЕЦБ сделает все, что необходимо для сохранения евро (курсив мой. — М. Е.)» (Draghi, 2012). Мы ранее указывали, что «как при создании евро решающим был политический фактор, а не экономический, так, вероятно, будет и в будущем» (Ершов, 2011. С. 247). С учетом политических усилий, которые были приложены для создания евро, представляется, что единая европейская валюта сохранится. «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» (Ершов, 2011. С. 247–248).

Участники рынка стремятся сохранять большой объем доступной ликвидности. В этих целях они размещают свободные средства на процентных депозитах в своих центральных банках (см. рис. 26).

Масштабное предоставление ликвидности банкам и рост их капитализации в целом привели к тому, что стоимость их акций приблизилась к показателям балансов (до кризиса разрыв между этими показателями был значительным) (см. рис. 27). Причем в ряде стран (Германия, Франция) котировки акций банков выросли. Это свидетельствует о росте их капитализации, что в целом формирует «центры устойчивости» системы. (Напротив, в Италии, Испании и ряде других стран котировки акций банков снизились, то есть меры по их капитализации оказались недостаточными, и рынок по-прежнему воспринимает перспективы этих банков с недоверием.) Более того, в целом в странах еврозоны формируется фрагментация рынка, тормозящая переток ресурсов и мешающая выравниванию процентных ставок (напомним, что фрагментация рынка была свойственна и позднему СССР).



Источник: Bank of England, June 2012.

Рис. 27

Проблема достаточности капитала может вновь потребовать дополнительного внимания при переходе на принципы учета в соответствии с Базелем III. Помимо прочего, они предполагают вывод из капитала различных элементов, которые сейчас продолжают в нем учитываться и играют значительную роль (см. табл. 3).

С учетом характера и масштаба проблем, стоящих перед развитыми странами, необходимо укрепить фискальную интеграцию в дополнение к существующей валютной. На повестку дня встает вопрос формирования банковского союза, который будет четче регламентировать и гармонизировать вопросы надзора и контроля в странах-участницах. В связи с этим Европейская комиссия предполагает к концу 2012 г. принять законопроект, который гармонизировал бы национальные экономические нормативы для банков, процессы их реорганизации, страхование вкладов и т. д. Важными представляются меры по использованию дополнительных требований к капиталу системообразующих банков (SIFI), что особенно актуально в свете сохраняющихся проблем капитализации⁶. Принимая во внимание мас-

⁶ Нестабильность американской и мировой экономики вынуждает отдельные страны, в частности Германию, принимать дополнительные меры по укреплению своих финансовых систем. Так, в октябре 2012 г. Бундесбанк принял решение переместить в Германию часть своего золотого запаса, хранящегося в США (золото было вывезено в период обострения отношений со странами Варшавского Договора). Часть немецкого золота хранится также в Великобритании и Франции.

**Ценные бумаги в режиме доверительного управления (TruPS)
в ряде крупнейших банков***

Банк	Доля TruPS в капитале, %
JPMorgan Chase	10,2
Citigroup	9,5
SunTrust Bank	8,9
Capital One Financial	8,7
Bank of America	6,2
Goldman Sachs	3,8

* Данные на 31 марта 2012 г.

Примечание. Предполагаются, в частности, ограничения для капитала первого уровня на наличие в нем так называемых гибридных инструментов (имеющих характеристики долга и капитала), например, trust-preferred securities (TruPS) — гибридного инструмента, который учитывается в капитале первого уровня и имеет высокие значения. В американских банковских холдинговых компаниях (с балансом более 15 млрд долл.) TruPS будут полностью выведены из состава этого капитала к 2016 г., то есть даже быстрее, чем по плану Базель III.

Источник: IMF, Oct. 2012.

штаб американской финансовой системы, а также ее роль в кризисных процессах последнего времени и проблемы, с которыми она продолжает сталкиваться, отметим продвижение законопроекта (H.R.459) об аудите ФРС, который был одобрен Конгрессом США 327 голосами «за» при 98 — «против» (см. врезку 2).

В р е з к а 2

Об аудите ФРС США

До настоящего момента по-прежнему не аудируются такие важнейшие области деятельности ФРС, 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*. Вызывает недоумение тот факт, что основные функции центрального банка (такие как проведение денежно-кредитной политики) не подлежат контролю со стороны налогоплательщиков.

В этой связи вообще не понятно, как в принципе современная экономическая система, провозглашающая себя открытой и транспарентной и требующая открытости от других, остается столь нетранспарентной в ключевых областях своего функционирования. И почему этот вопрос не был поставлен на повестку дня (причем 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 важнейшие вопросы функционирования собственной экономики. Лишь в результате масштабного и глубокого кризиса стало возможным озвучить данную проблему и попытаться решить ее, как в других странах цивилизованного мира.

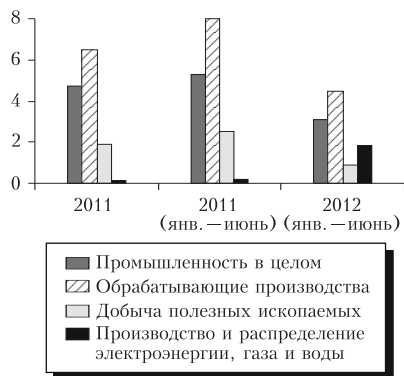
Указанные инициативы, естественно, вызвали неприятие со стороны руководства ФРС, охарактеризовавшего широкий аудит как «ночной кошмар» (Dinan, 2012). Несмотря на подобную негативную реакцию, вероятность утверждения закона пока сохраняется.

* The Federal Banking Agency Audit Act, 1978 (31 U.S.C. 714).

О некоторых российских рисках в посткризисном мире

В условиях сохранения высоких внешних рисков нужно четко контролировать тенденции развития российской экономики, которые могут быть особенно ощутимыми при внешних осложнениях. Важной особенностью функционирования экономики России в последние годы стало повышение роли внутренних факторов по сравнению с внешними. Отметим, что переход от роста, опирающегося на экспорт и внешний спрос, к росту с главной опорой на внутренние «двигатели» характерен для более зрелой экономики (в большинстве развитых стран внутренний спрос — определяющий фактор роста) и в целом свидетельствует об улучшении его качества. Об этом говорит и повышение роли обрабатывающих отраслей по сравнению с добывающими, что также отмечается в России в последние годы (см. рис. 28–29).

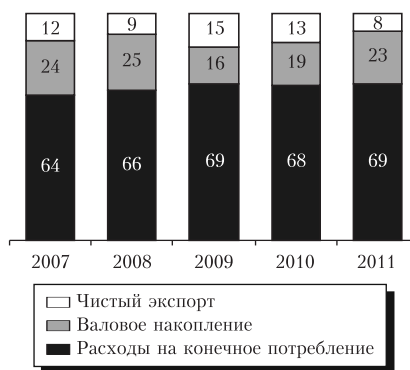
**Прирост промышленности и ее отраслей
в РФ (в % к соответствующему
периоду предыдущего года)**



Источник: Росстат.

Рис. 28

**Элементы использования
ВВП в РФ
(в ценах 2008 г., в %)**

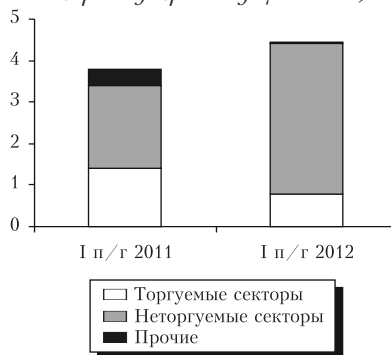


Источник: Росстат.

Рис. 29

Аналогично, возросло значение неторгуемых операций, фактически иллюстрирующее вклад неэкспортных секторов в экономический рост (см. рис. 30). В связи с этим можно согласиться с заявлением руководства МЭР о том, что «поддержка экономики государственным спросом особенно уместна в нынешней макроэкономической реальности, когда экспортный сектор утратил роль мощного драйвера экономического роста». При этом если в 2003–2007 гг. внешнеэкономический фактор определял более половины экономического роста

**Рост ВВП РФ по компонентам
(в % к соответствующему
периоду предыдущего года)**



Источник: Всемирный банк, окт. 2012.

Рис. 30

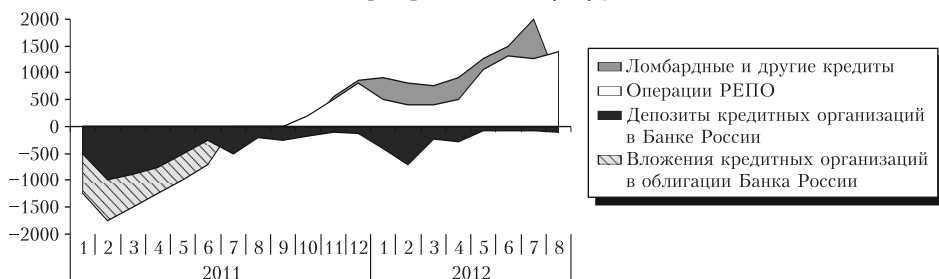
(3,5—4 п. п. из 7—8% прироста ВВП), то в предстоящие три года вклад этого фактора, как ожидается, будет меньше 1 п. п.⁷

Напомним, что в российской денежно-кредитной политике вплоть до последнего времени делали акцент на внешние источники денежного предложения (прежде всего экспортную выручку и внешние займы). В результате финансирование внутриэкономических процессов зависело от возможностей привлекать внешние займы и от мировой конъюнктуры, что фактически не позволяло осуществлять денежно-кредитную политику с учетом внутренних потребностей экономики (как в развитых странах).

Кроме того, указанные подходы не решают давнюю, по-прежнему актуальную проблему формирования «длинных» денег в экономике. Напомним, что в зрелых финансовых системах именно монетарные власти всегда стояли у истоков этих процессов, а после кризиса их роль стала решающей. Учитывая, что без формирования адекватного объема «длинных» инвестиционных ресурсов российской экономике не удастся решить долгосрочные системные задачи, в таких условиях для достижения стоящих перед ней целей есть две принципиальные альтернативы. Либо выйти на международные рынки, где эти ресурсы имеются в достаточном объеме и по относительно невысоким ценам, поскольку именно монетарные власти делают там для этого все возможное (см. выше). Такой путь, однако, будет означать для российской экономики рост внешней задолженности. Либо — и этот путь представляется более оправданным для страны, которая видит себя системообразующим участником мировой экономики, — сделать наши собственные денежно-кредитные и финансовые подходы сопоставимыми с теми, что практикуют в развитых и зрелых финансовых системах. Это крайне важно и с учетом вступления России в ВТО, где наши конкуренты имеют возможность опираться на масштабные и «длинные» финансовые ресурсы с невысокой стоимостью, а регуляторы принимают серьезные меры по оживлению экономики.

В последнее время в условиях посткризисной нестабильности наши регуляторы также активизируют свое присутствие в российской экономике (см. рис. 31). Они, в частности, увеличивают денежное предло-

Структура валового кредита Банка России кредитным организациям и задолженность Банка России по операциям абсорбирования (млрд руб.)



Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов: Проект (окт. 2012 г.) / ЦБ РФ.

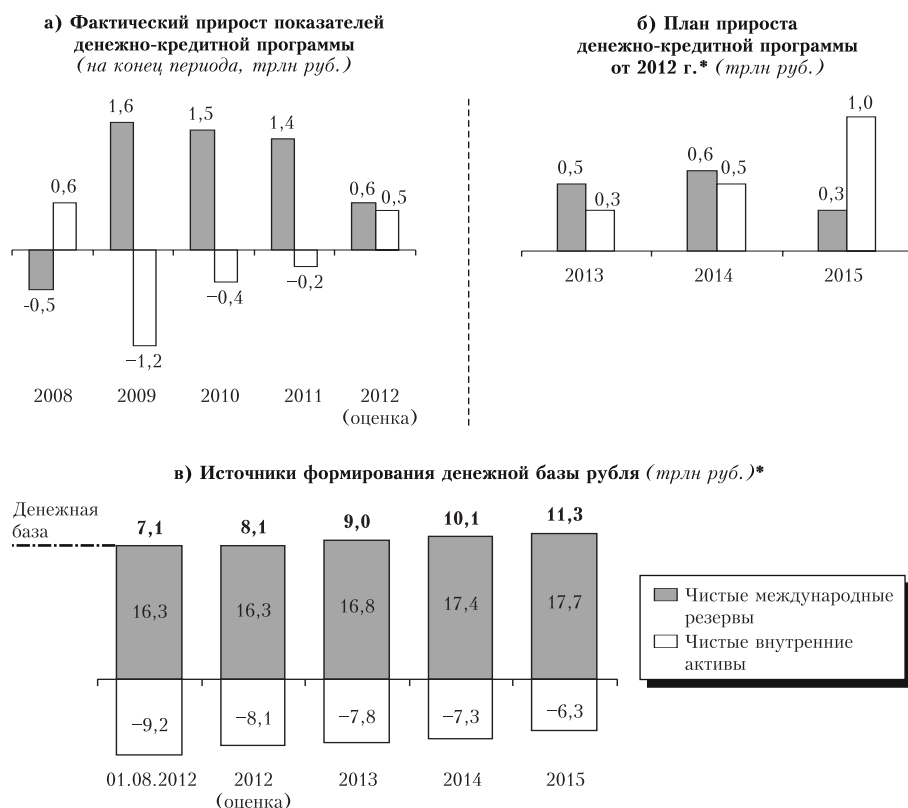
Рис. 31

⁷ government.ru. 20.09.2012.

жение за счет расширения валового кредита банкам (за январь—июль текущего года его объем приблизился к 1,5 трлн руб.).

В 2012 г., по оценкам Банка России, «сокращение объема предоставления денежных средств по валютному каналу будет замещено увеличением объемов рефинансирования кредитных организаций»⁸. В то же время, поскольку в ближайшие годы ожидается уменьшение положительного сальдо торгового баланса, это «при возрастающей потребности экономики в ресурсах для финансирования внутренних инвестиций обусловит необходимость увеличения средств из внешних источников»⁹.

Об этом свидетельствуют и планы возобновить формирование денежного предложения на основе внешнего фактора, уже начиная с 2013 г. (см. рис. 32). (В 2015 г., впрочем, предусматривается изменение тенденции вновь в сторону роста внутреннего компонента.) Предполагается, что резиденты расширят привлечение финансирования из-за рубежа.



* 2012 г. — оценка ЦБ РФ (окт. 2012 г.), 2013–2015 — прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант денежной программы от 2012 г.

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики за соответствующие годы.

Рис. 32

⁸ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов. С. 17.

⁹ Там же. С. 23.

В настоящее время вновь повышается роль международных источников финансирования. Снова растет внешняя задолженность российских компаний и банков (см. рис. 33).

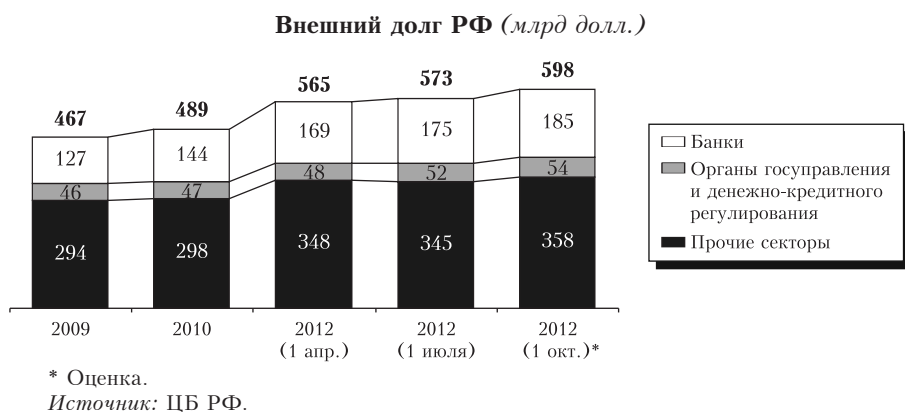


Рис. 33

В процессах фондирования российских банков в последнее время увеличивается доля ресурсов нерезидентов. Кроме того, повышается роль самого центрального банка, а вклад участников внутреннего рынка меняется незначительно (см. рис. 34).

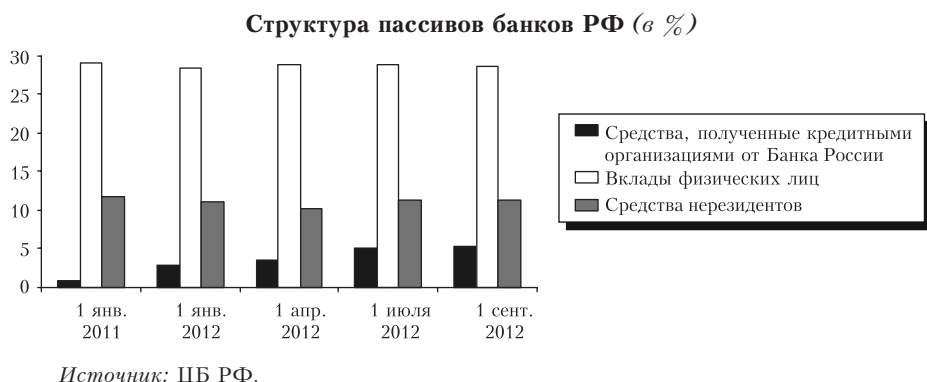
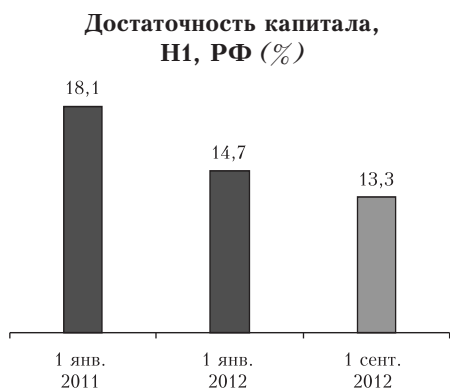


Рис. 34

Также обращает на себя внимание тенденция опережающего роста активных операций банков (в первую очередь кредитования) относительно прироста капитала, что приводит к постепенному снижению достаточности капитала, уменьшая тем самым устойчивость банковской системы (см. рис. 35). При этом для стран БРИК в целом характерны опережающие темпы реального кредитования относительно темпов прироста реального ВВП (см. рис. 36).

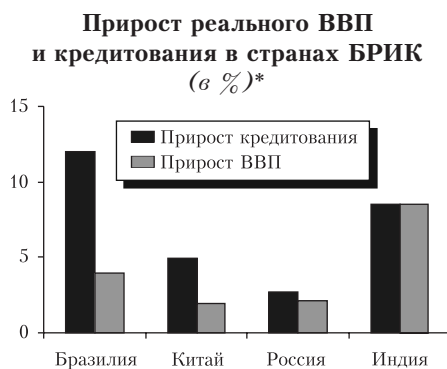
Темп роста потребительских кредитов в России был столь высоким (по оценкам, годовые темпы роста составят 60%)¹⁰, что ЦБ РФ объявил о планах по ужесточению соответствующих норм регулирования

¹⁰ Центральный банк начал опасаться быстрого роста потребительского кредитования // Ведомости. 2012. 5 окт.



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 35



* В реальном исчислении, за три года, по данным на июнь 2012 г.

Источник: BIS, June 2012.

Рис. 36

ния. В частности, он собирается с 1 марта 2013 г. в два раза повысить резервирование по необеспеченным розничным кредитам.

О ВТО

Отмеченные тенденции в экономике и банковской системе приобретают первостепенное значение в связи со вступлением России в ВТО. Российская финансовая система теперь должна обеспечить не только собственную конкурентоспособность, но и адекватное финансирование остальных секторов экономики, причем уже в гораздо более жестких конкурентных условиях.

Выше мы показали, как регуляторы ведущих стран помогают своим экономикам. Если подходы российских регуляторов будут неадекватными, а условия ведения бизнеса (возможности финансирования, наличие необходимого объема «длинных» денег, их цена и т. д.) — более жесткими, то это фактически означает, что каждая российская компания окажется в менее благоприятных условиях по сравнению с зарубежными конкурентами. В таком случае будет нарушен базовый принцип ВТО о «реально равных конкурентных условиях». (По аналогии с боксом — формально правила одинаковы для всех, однако на один ринг не выходят супертяжеловес и спортсмен полулегкого веса. Причем, с учетом различий в регулировании и возможностях подготовки, спортсмен полулегкого веса обут в более тяжелые ботинки, ограничивающие его подвижность.) Кроме того, по мировым меркам наши компании (за отдельными исключениями в виде представителей сырьевого сектора) пока невелики — в списке Forbes за нынешний год среди 2000 крупнейших компаний только 20 российских, причем в первую сотню вошло лишь 4. Для сравнения: в этот список входят около 530 американских компаний (в первую сотню — 31), около 140 китайских (в первую сотню — 8) и около 100 немецких (в первую сотню — 7)¹¹.

¹¹ forbes.com/global2000.

Еще важнее то, что из-за принципиальных различий в регулировании российским экономическим участникам придется, по сути, конкурировать не с отдельными зарубежными компаниями, а с экономическими *системами* развитых стран, поскольку их компании могут в полном объеме опираться на всю мощь своих экономик и на масштабные механизмы поддержки бизнеса, тогда как содействие ему со стороны наших регуляторов более сдержанно. Исход такой конкуренции очевиден.

Отметим, что нашим регуляторам действительно удалось смягчить остроту кризиса в последние годы. Однако необходимо создать системные, долгосрочные и действенные условия для диверсификации экономики и ее отхода от сырьевой и экспортной направленности, способствовать развитию несырьевых отраслей и компаний. В новой конкурентной среде регуляторам нужно принципиально модифицировать свои подходы, чтобы обеспечить российским участникам и всей экономике реально равные конкурентные возможности, адекватные новым геоэкономическим реалиям.

* * *

Положение в развитых экономиках по-прежнему непростое. Интенсивные антикризисные меры смягчили остроту прежних проблем, однако сами проблемы никуда не исчезли. Принимаемые решения одновременно порождают новые риски. Более того, многие проблемы осложнились на нынешнем этапе: еврокризис, избыточная долговая нагрузка, чрезмерная глобальная ликвидность при ее одновременном дефиците в ряде сегментов рынка, перспектива «фискального обрыва»¹² (fiscal cliff) в США и др. Накапливающиеся проблемы грозят системными сбоями. По оценкам известного международного инвестора М. Фабера, в ближайшие 5—10 лет «весь западный мир будет охвачен колоссальным беспорядком»¹³. Даже по более умеренным оценкам главного экономиста МВФ О. Бланшара, «мировой экономике потребуется по крайней мере 10 лет со времени начала кризиса, чтобы вернуться в приличную форму» (Inman, 2012). Будем надеяться, что реализуются менее негативные сценарии. Но и в этом случае потребуются немалые усилия со стороны России и других стран, чтобы нейтрализовать воздействие внешних шоков и обеспечить стабильный экономический рост. С учетом вступления нашей страны в ВТО и возникающих при этом конкурентных рисков для отечественных компаний и всей экономики эти задачи становятся еще более актуальными. Очевидно, что в таких условиях сильные промышленность и банки, формирующие экономические основы страны, и активная экономическая политика государства тем более необходимы для устойчивого и долгосрочного развития России (Ершов, 2011).

¹² Автоматическое сокращение бюджетных расходов и налоговых льгот в отсутствие достижения соглашения по сокращению бюджетного дефицита.

¹³ cnbc.com. 2012. Oct. 22.

Список литературы

- Ершов М. В. (2011). Мировой финансовый кризис. Что дальше? Москва: Экономика.
[Ershov M. V. (2011). World Financial Crisis. What's Next? Moscow: Ekonomika.]
- Bernanke B. (2012a). Monetary Policy since the Onset of the Crisis / Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium. Jackson Hole, Wyoming, Aug. 31.
- Bernanke B. (2012b). Speech at the Economic Club of Indiana. Indianapolis, Indiana, Oct. 1.
- Bernanke B. (2012c). Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference. June 20.
- Dinan S. (2012). House Passes Ron Paul's Fed Audit Measure // Washington Post. July 25.
- Draghi M. (2012). Speech at the Global Investment Conference in London, July 26.
- Inman P. (2012). No Recovery until 2018, IMF Warns // The Guardian. Oct. 3.
- Lattman P. (2012). Risk Builds as Junk Bonds Boom // New York Times: Dealbook. Aug. 15.
- Shirakawa M. (2012). The Bank of Japan's Efforts toward Overcoming Deflation / Speech at the Japan National Press Club in Tokyo. Tokyo, 2012, Feb. 17.
- IMF (2012). World Economic Outlook. October.
- Zoellick R. (2012). Europe Must Prepare an Emergency Plan // Financial Times. June 1.

World Economy: Prospects and Barriers for Recovery

Mikhail Ershov

Author affiliation: Rosbank (Moscow, Russia). Email: SDorofeeva@mx.rosbank.ru.

According to the latest forecasts, it will take 10 years for the world economy to get back to “decent shape”. Some more critical estimates suggest that the whole western world will have a “colossal mess” within the next 5–10 years. Regulators of some major countries significantly and over a short time-period changed their forecasts for the worse which means that uncertainty in the outlook for the future persists. Indeed, the intensive anti-crisis measures have reduced the severity of the past problems, however the problems themselves have not disappeared. Moreover, some of them have become more intense — the euro-crisis, excessive debts, global liquidity glut against the backdrop of its deficit in some of market segments. As was the case prior to the crisis, derivatives and high-risk operations with “junk” bonds grow; budget problems — “fiscal cliff” in the US — and other problems worsen. All of the above forces the regulators to take unprecedented (in their scope and nature) steps. Will they be able to tackle the problems which emerge?

Keywords: anti-crisis measures, long money, monetary policy, liquidity.

JEL: E44, E51, E58, F34, G21.