

Мировой финансовый кризис: пять лет спустя

Осенью 2013 года был пройден пятилетний рубеж начала острой фазы мирового финансового кризиса, когда банкротство крупного американского инвестиционного банка Lehman Brothers вызвало развитие кризисных процессов. За истекшие годы регуляторам пришлось пойти на беспрецедентные меры поддержки своих экономик, чтобы стабилизировать ситуацию. До сих пор они вынуждены проводить масштабную и «длинную», а часто «сверхдлинную» эмиссию (до 30-40 лет), поддерживать цену финансовых ресурсов на минимальных уровнях (даже ниже инфляции), объявлять об уровне ставок заранее. При этом темпы роста остаются низкими, а в ряде стран роста вообще нет. Прежние проблемы – долги, дефициты – не решены. Возникают новые риски. О том, насколько сегодня стабильной является ситуация, мы беседуем с Михаилом Ершовым, д.э.н., проф. Финансового университета при Правительстве РФ, членом Межрегионального банковского совета при Совете Федерации РФ (www.ershovm.ru).



Михаил Ершов

– За истекшие годы регуляторам пришлось пойти на беспрецедентные меры поддержки своих экономик, чтобы стабилизировать ситуацию. Что делается для поддержания устойчивого роста в мировой экономике, и что Россия может использовать для себя?

Михаил Ершов: За истекшие годы регуляторы всех стран приложили немало усилий, чтобы стабилизировать ситуацию и обеспечить экономический рост. Однако «риски возможного снижения глобального роста преобладают, – утверждает в вышедшем в июле 2013 года докладе МВФ. – При сохранении старых рисков возникли новые. Среди них – вероятность более продолжительного замедления роста на развивающихся рынках», в том числе с учетом возможного сокращения кредитования, более жестких финансовых условий и других факторов (IMF, 2013а. Р. 1).

И для мира в целом, и для большинства стран прогнозы роста ухудшились. При этом для российской экономики прогноз роста снижен более чем на 30% (относительно оценок, сделанных в апреле). МВФ подчеркивает, что для ускорения роста в мире необходимо использовать дополнительные меры. Однако применение стимулирующих мер, например, расширение госрасходов (ведущее, в частности, к сохранению бюджетного дефицита и росту госдолга), решая одни проблемы, одновременно сохраняет или обостряет другие, не позволяя, в том числе, эффективно решать системную проблему глобальных дисбалансов.

В результате, в ряде стран с профицитным бюджетом отмечается устойчивое превышение сбережений над инвестициями, а в странах с дефицитным – недостаточный уровень собственных сбережений относительно расходов (инвестиций). Как следствие, они нуждаются в постоянном привлечении финансирования из-за рубежа. Таким образом, сложилась устойчивая группа стран – доноров мировых финансовых ресурсов (к их числу относится и Россия) и стран – их реципиентов.

– Как действуют российские регуляторы?

Михаил Ершов: Российские регуляторы размещают большую часть своих финансовых ресурсов в доллары США, а также в государственные ценные бумаги (которые эмитируют ведущие страны для финансирования своих бюджетов). Наибольшая доля среди получателей российского финансирования приходится на США. При этом роль России в финансировании бюджета США достаточно заметна. Это придает дополнительный геополитический вес нашей стране и усиливает ее позиции в обеспечении своих интересов в отношениях с США.

– В целом для решения долговых проблем и проведения антикризисных мер требуется

масштабное финансирование. В результате в мировой финансовой системе устойчиво растет объем долговых инструментов. Является ли нормальным, приемлемым их уровень, достигнутый на сегодня?

Михаил Ершов: Некоторый рост капитала (это в принципе выступает стабилизирующим фактором) существенно отстает от динамики долгов, в целом увеличивая неустойчивость мировой финансовой системы. Масштабное финансирование бюджетных дефицитов ведущими странами при одновременном удешевлении стоимости финансовых ресурсов вновь выводит на первый план одну из предкризисных зон риска – эмиссию «мусорных» облигаций, объем которых стабильно увеличивается.

Это вызвано устойчивым снижением уровня доходности на рынках многих стран. Причем снижение доходности госинструментов повлекло за собой падение доходности и корпоративных бумаг. В результате преобладающий на рынке уровень доходности не удовлетворяет его участников. Они вынуждены вновь покупать высокодоходные (но одновременно высокорискованные) инструменты для улучшения показателей своей деятельности.

По оценкам Банка Англии, «риски могут возрасти, если стремление к доходности усилится, а стоимость активов во все большей мере будет иметь неверную ценовую оценку» (Bank of England, 2013. Р. 64). Ценовым перекосам содействуют и масштабные покупки гособлигаций центральными

банками, что не позволяет рынку правильно оценить их стоимость.

Возможность реализации предкризисных рисков сохраняется еще в одной сфере – использования производных инструментов – деривативов, которые сыграли серьезную дестабилизирующую роль в ходе последнего кризиса. Здесь в настоящее время наблюдается достаточно высокая активность. При этом, согласно данным американских регуляторов, если в целом по группе рассматриваемых банков объем деривативов более чем в 25 раз превышает объем активов, то по отдельным крупным банкам, например Goldman Sachs, отмечается 370-кратное превышение, что с учетом роли данного банка в финансовой системе США и соответственно возможности влиять на характер протекающих в ней процессов, крайне настораживает.

На 10 лидирующих по этому показателю американских банков (представляющих почти 60% активов банковской системы США) приходится деривативов на сумму почти \$230 трлн, что более чем в 30 раз превышает стоимость их активов.

В целом в структуре источников средств (пассивов) ведущих американских банков и банковских холдингов значительную роль играют средства, полученные от ФРС (репо и др.), а также депозиты (хотя у банков с более инвестиционно ориентированным профилем их роль невелика). При этом наблюдается большая взаимозависимость самих банков (когда в пассивах и активах каждого из них важную роль играют

4-ый Ежегодный форум
ДЕРИВАТИВЫ В РОССИИ
25–26 февраля 2014 • Holiday Inn Москва – Лесная, Москва, Россия

4-й Ежегодный Форум «Деривативы в России» соберет ведущих лидеров срочного рынка, представляющих инвестиционные банки, биржи, брокерские дома, корпоративный сектор, институциональных инвесторов, а также юридических и налоговых консультантов и провайдеров технических решений для срочного рынка. Конференция предоставит Вашему вниманию не только обзор проблемных моментов регулирования, оформления, учета и отчетности по сделкам с деривативами, но также практические примеры и дискуссии с участниками рынка.

Чтобы зарегистрироваться посетите вебсайт конференции www.C5-Online.com/DerivativesRussia, либо пишите по эл.адресу: a.vyaz@C5-Online.com.
Внимание! Всем читателям скидка 10%! Укажите код 699ABJ при регистрации

Documentation
Sponsor:

Media Partners:



Текст:
Вероника
Новикова

банки-корреспонденты из той же взаимосвязанной группы).

В принципе фактор «круговой зависимости/поручки» не должен уменьшать устойчивость всей системы в целом, однако при этом существенно усложняется (и должен ужесточаться) контроль над участниками, поскольку проблемы одного из них могут быстро скакаться на других и привести к системному кризису, особенно учитывая высокую концентрацию в финансовой системе США.

– В такой ситуации понятна обеспокоенность участников рынка экономическим положением в странах-партнерах. Проблемы других стран могут создать проблемы в собственной стране, в том числе ввиду большой вовлеченности национальных банков в операции за рубежом.

Михаил Ершов: Да, и Банк Англии отмечает, что «доверие к финансовой системе остается хрупким». (Bank of England, 2013. P. 64). Вследствие этого рынки продолжают консервативно оценивать акции финансовых учреждений – в ряде случаев ниже их балансовой стоимости. Из-за неустойчивости компаний финансового и реального секторов они вынуждены поддерживать значительную долю наличной ликвидности в своих балансах. Эта величина в отдельных случаях может достигать 10% активов.

Стремление сохранять ликвидность и ее масштабное накопление в мировой экономике на микро- и особенно на макроуровне могут создавать угрозу инфляции, формирования финансовых пузырей и возникновения иных рисков. В такой ситуации регуляторы при необходимости будут вынуждены ужесточить денежно-кредитную политику (как это происходит в России).

В январе 2013 года Банк России отметил, что «резкое снижение темпов инфляции, начавшееся в конце 2011 года, не в полной мере соответствовало динамике денежной массы, наблюдавшейся в предшествующие периоды». Сделан вывод, что тенденция к замедлению темпов роста цен может быть неустойчивой и это «давало основание для ужесточения денежно-кредитной политики». Указано, что «замедление темпов роста денежной массы до относительно низкого уровня может оказать значительное стабилизирующее влияние на темпы роста цен в 2013 г.» (ЦБ РФ, 2013. С. 37–38).

Подчеркнем, что не только в России, но и в мире в целом после кризиса 2008–2009 годов (а у нас и до него) воздействие роста ликвидности на цены было неясным. Масштабные антикризисные меры в большинстве стран сопровождались существенным увеличением эмиссии и должны были вызвать рост цен.

Между тем, в ряде государств (в первую очередь, в Японии) наблюдались дефляционные тенденции, а в других цены выросли, но незначительно.

– В США, при самой большой эмиссии, инфляция ниже 2%. Как объяснить это явление?

Михаил Ершов: Это можно объяснить, в том числе, хранением в ФРС избыточных резервов американских банков. В начале 2007 года хранившиеся в ФРС резервы банков составляли около \$0,003 трлн. К концу июня 2013 года они выросли почти в 600 раз и составили \$1,9 трлн. Денежная база при этом увеличилась всего в 3,9 раза (с \$0,8 трлн до \$3,2 трлн), а денежная масса – в 1,5 раза (с \$7 трлн до \$10,5 трлн). Получается, что американские банки осуществили масштабную «самостерилизацию» своих финансовых ресурсов.

Этому способствует и политика ведущих банков США по формированию больших запасов наличности. Такие меры препятствуют поступлению эмитируемых долларов в экономику и тормозят действие мультипликатора, превращающего денежную базу в соответствующий агрегат денежной массы. Напомним, что в октябре 2008 года ФРС установила платежи по размещенным в ней резервным требованиям банков и в настоящее время ставка равна 0,25%.

– Как выглядит Россия на фоне этих стран? На первый взгляд – менее благополучно.

Михаил Ершов: Достигнутый уровень инфляции – самый низкий в новейшей истории страны. Но тот факт, что цены в России отреагировали сильнее на рост ликвидности, должен был послужить обоснованием жестких мер денежного регулирования и поддержания высоких ставок, определяющих стоимость денежных ресурсов (в том числе, ставки рефинансирования). Именно такие подходы в нашей стране в первую очередь и применяют.

– Но в Китае на фоне еще более жестких подходов один из самых высоких уровней монетизации, а инфляция также очень низкая?

Михаил Ершов: Помимо сглаживания эффекта дефлирования это говорит о том, что при правильном подходе экономика может получать необходимые ей финансовые ресурсы без инфляционных рисков. Более высокая стоимость ресурсов, получаемых в «первоисточнике» средств – Центральном банке, естественно, сказывается на их последующей цене при кредитовании.

Помимо традиционного набора рисков, влияющих на цену кредита (инфляционного, риска невозврата средств и т. д.), в российской экономике к удоро-

жанию средств приводят и трансграничные риски: участии рынка, пользуясь дешевой валютой финансовых ресурсов за рубежом, привлекают там валютные средства для внутреннего кредитования, включая курсовые риски в стоимость кредитов, что ведет к удорожанию рублевого кредитования. Последнее обстоятельство лишний раз подчеркивает необходимым создавать сопоставимые условия ведения бизнеса на российском рынке (что особенно важно с учетом вступления России в ВТО), а также повысить роль внутренних источников финансовых ресурсов.

Очевидно, что из-за дешевизны финансовых ресурсов за рубежом устойчиво растет внешняя задолженность российского реального сектора и банков. Она уже превысила \$650 млрд.


– Возвращаясь к проблеме зависимости монетизации и инфляции в российской экономике, как будут решаться поставленные задачи по экономическому развитию страны и ее отдельных отраслей, например, ипотеки, которые должны сопровождаться адекватным финансированием, ведь согласно бытующим представлениям, повышение монетизации экономики чревато инфляционными рисками, что у нас считается недопустимым?

Михаил Ершов: Можно предположить, что поставленные задачи будут решаться очень осторожно.

Наверное, в теории так и есть, как звучит в вашем вопросе. Но на практике, однако, картина далеко не столь однозначная.

В течение многих лет (более 10!) ежегодное в России увеличение денег в экономике не приводило к такому же росту цен. Причем ежегодное отставание роста цен от роста М2 было 2-х или даже 3-х кратным практически каждый год. Казалось бы, дополнительный рост ликвидности должен «тянуть» цены за собой. Однако в России этого не происходило, причем, в течение длительного периода. Более того, итоговое расхождение между этими показателями очень значительное. За 2000–2012 годы суммарный рост М2 составил почти 4000%, ирра как суммарный рост цен за тот же период был ниже 500% (то есть отставал более чем в 8 раз). Даже если фактические цифры по инфляции выше официальных – а это, скорее всего, так и есть, то итоговая картина принципиально не изменится: все равно многократный разрыв сохранится, лишь немного уменьшится.

– О возможности именно такого развития событий вы писали еще 12 лет назад – в период, когда об инфляции говорили или плохо, или ничего. Отмечалось, в частности, что вследствие низкой монетизации российской экономика «демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые



**IV Международная Конференция
«МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ ОПЕРАЦИИ.
ИНСТРУМЕНТЫ ТОРГОВОГО И ЭКСПОРТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ»**

13–16 апреля 2014г., г.Рим, Италия

СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ПАРТНЕР:
Аналитический журнал

МЕДИА-ПАРТНЕРЫ:
ИТЕРА, АРМИЯ, ИРСС

ИНФОРМАЦИОННЫЕ ПАРТНЕРЫ:
Мирот Нобис, БДМ БАНКИ & ДЕЛОВОЙ МИР, ФАКТОРПОР ГРО, NBJ

Для участия в Конференции приглашаются:
Руководители банков, курирующие международные банковские операции (торговое и экспортное финансирование, документарные операции, корреспондентские отношения и организацию международных расчетов, а также подразделения валютного контроля); экспортно-кредитные агентства (ЭКА), факторинговые и форфейтинговые компании, а также страховые компании и юридические фирмы, специализирующиеся в международном банковском праве.

Основные темы и вопросы Конференции в этом году:

- Какие формы принимает торговое финансирование сегодня? Тенденции клиентского спроса, сумм, ставок и сроков сделок;
- Доступность долгосрочного финансирования, тенденции в деятельности европейских ЭКА на фоне экономических проблем в еврозоне;
- Доступность инструментов торгового и экспортного финансирования для средних банков и среднего бизнеса;
- Как применять ISBP (International Standard Banking Practice) и нужен ли этот документ банкам?
- Банковская гарантия: схемы обработки требования с альтернативой «extend or pay», действия гаранта и контрагента;
- Инструменты supply chain finance и возможности их применения;
- Проблема санкций при проведении международных расчетов.

Эти и многие другие вопросы, требующие совместного обсуждения банковского сообщества, будут обозначены и рассмотрены на Конференции.

Посетив нашу Конференцию. Вы получите доступ к профессиональной информации «из первых рук», а также возможность прямого диалога с экспертами высокого уровня, которые поделятся с Вами своим успешным практическим опытом, а также своим мнением о современных тенденциях глобального рынка торгового финансирования и проблемах, которые стоят в настоящее время перед его участниками. **Также Вы сможете узнать**, какой стратегии придерживаются ведущие банки в процессе организации и нахождения более эффективных решений в области торгового финансирования и международных расчетов.

Сегодня как никогда профессионалам рынка необходимо поддерживать диалог с коллегами из разных стран, налаживать новые контакты и продолжать уже существующие отношения с партнерами в международном масштабе. Мы уверены, Конференция удовлетворит Ваши самые высокие ожидания!

Организатор Конференции – ООО «Бизнес-Формат»
49006, г. Днепропетровск, ул. Чичерина, 21 (6 этаж), тел./факс в Днепропетровске:
+38(056) 375-72-80 (-81, -82, -03), office@business-format.com.ua,
регистрация «on-line» участия в Форуме на нашем сайте:
www.business-format.com.ua

ресурсы на безинфляционной основе». И вывод: «немонетизированные операции ... могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики».

Михаил Ершов: Да, такие выводы и прогнозы были оправданны, учитывая «денежный провал» в первой половине 1990-х годов, когда рост цен почти в 10 раз обогнал рост денежной массы, что привело к ее реальному сжатию на ту же величину.

Естественным результатом подобного «монетарного шока» стали неплатежи, бартер, денежные суррогаты и прочие квазиденьги, посредством которых экономика смогла компенсировать возникающие перекося. Было очевидно, что инфляционные последствия увеличения денежной массы в таких условиях будут ограничены. «Денежное сжатие» привело к снижению капитализации банков и монетизации экономики в целом, которые хотя и выросли в последние годы, но по-прежнему незначительны и могут существенно ограничивать возможности экономического роста.

Глубина падения реального значения М2 в России свидетельствует о наличии еще одного измерения указанной проблемы – геополитического. Если допустить, например, что главными каналами пополнения ликвидности у нас будут некие зарубежные источники, то это может быть связано с серьезными рисками: иностранные ресурсы станут доминировать в денежной массе, а их собственники получат возможность определять приоритеты и характер развития экономики страны. Поэтому задача обеспечить преобладающую роль национальных монетарных властей в формировании финансовых основ и монетизации российской экономики становится тем более актуальной.

– Почему же отмеченные Вами расхождения в динамике ликвидности и инфляции, а также влияние монетарной сферы на экономику в целом не объясняются и не являются предметом внимательного обсуждения в нашей стране?


Михаил Ершов: Да, оно могло бы привести к более ясному пониманию характера взаимодействия рассматриваемых факторов и, как следствие, принятию более адекватных мер, направленных на обеспечение устойчивого роста российской экономики. Важно учитывать, что низкая капитальная база экономики не только тормозит ее развитие, но в нынешней посткризисной ситуации, когда происходит миграция капиталов в поисках сфер своего приложения, невысокий уровень монетизации российской экономики не позволяет эффективно нейтрализовать дестабилизирующий эффект притока «горячих» денег. А этот риск становится все более заметным.

В условиях избыточной глобальной ликвидности даже МВФ, вопреки своим традиционно либеральным подходам в области движения капиталов, недавно был вынужден признать, что «введение мер по управлению движением капиталов может быть полезно для... защиты стабильности финансовой системы» (IMF, 2012. P. 18).

Еще задолго до последнего кризиса видный экономист и функционер МВФ М. Мусса (в течение 10 лет занимал пост директора Департамента исследований МВФ) подчеркивал: «Высокая открытость к международным движениям капиталов, особенно краткосрочных, может быть опасна для... недостаточно капитализированных или неадекватно регулируемых финансовых систем» (цит. по: Kaplan, Rodrik, 2001. P. 2). С учетом новых рисков ряд развивающихся стран (в частности, Бразилия, Южная Корея) уже принимают меры, направленные на нейтрализацию негативного эффекта спекулятивного притока «коротких» денег. Многие страны существенно повышают уровень монетизации и увеличивают капитальную базу, поскольку очевидно, что чем более масштабна и монетизирована национальная экономика, тем менее она подвержена дестабилизирующему воздействию «горячих» денег. При этом нежелательный отток ресурсов регулируется нормативами и иными мерами, которые делают операции с национальной валютой более привлекательными.

– Такая политика крайне актуальна сейчас для российской экономики.

Михаил Ершов: Перед нами стоят задачи обеспечить устойчивое развитие и минимизировать внешние риски. Для этого требуются адекватные финансовые ресурсы, которые должны в первую очередь формироваться на основе внутренних, а не внешних, источников монетизации при ведущей роли национальных монетарных властей (как в зрелых финансовых системах) и носить целевой характер (обеспечивать экономические приоритеты развития). Инфляционный риск при этом должен сдерживаться благодаря относительно невысокому уровню монетизации российской экономики, а формируемый в результате потенциал роста заложит основы ее развития на многие годы.

Негативное влияние внешней сферы (в том числе в связи с притоком, и с оттоком финансовых ресурсов) при необходимости можно минимизировать, используя меры по регулированию движения капиталов, а также налоговые рычаги и иные специальные меры регулирования (валютные позиции и др.). С учетом такого многоуровневого регулирования можно создать условия для более эффективного формирования финансовых ресурсов, чтобы обеспечить устойчивое развитие российской экономики. 



Управление делами
Президента РФ


Golden Ring Hotel

Золотое Кольцо

★★★★★

31 ДЕКАБРЯ 2013, 22:00

Зимний сад ресторана
«Панорама» (22 этаж)

Новогоднее шоу

OSCAR TV

Новогоднее PARTY

в CINEMA-формате

Изысканный «шведский стол», устрицы, японская и пан-азиатская кухня от ресторана «Мисато», эксклюзивные авторские десерты, открытый бар.

21500
руб.

– для взрослого
для детей до 12 лет –

10750
руб.

19350 руб.

О скидках
узнайте по тел.:
+7 (495) 725 0214

