

Некоторые риски российской финансовой системы¹

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

Кризисные события 2008–2009 гг. и связанные с ними большой отток ресурсов, невозможность получения новых кредитов из-за рубежа еще раз показали важность создания стабильных источников внутреннего фондирования, которые обеспечивали бы финансирование, необходимое для экономического роста в условиях внешней нестабильности.

Очевидно, что в кризисных условиях роль монетарных властей еще больше возрастает. Во многих странах они выступили в качестве основных источников антикризисного финансирования, что отразилось на масштабном увеличении балансов центральных банков ведущих государств (рис. 1).

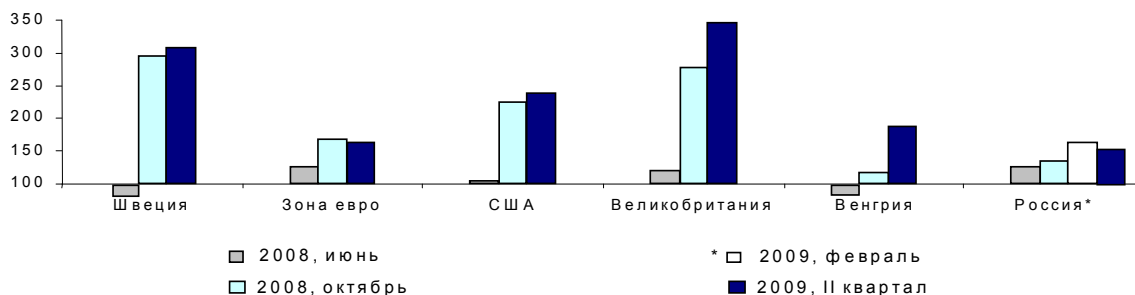


Рис. 1. Динамика балансов центральных банков (июнь 2007 = 100)
(Источник: IMF, WEO, Oct. 2009; рассчитано по данным Банка России.)

Важное значение для стабилизации внутрифинансового положения имеет взвешенная курсовая политика, которая должна способствовать увеличению привлекательности национальной валюты – рубля и повышению его роли в сбережениях и инвестициях.

Отметим при этом, что проведенная в конце 2008 г. – начале 2009 г. девальвация рубля значительно повлияла на валютную структуру депозитов бизнеса и населения, существенно снизив привлекательность российской валюты. Так, за несколько месяцев валютная структура депозитов фактически вернулась на несколько лет назад (см. рис. 2).

В целом нельзя не заметить, сколь тесно взаимосвязаны между собой динамика курса и «валютные предпочтения»: как только рубль дорожал, возрастали рублевые депозиты, и наоборот, что также, на наш взгляд, важно иметь в виду при проведении курсовой политики.

Это тем более актуально в условиях, когда в мире отмечается высокая ликвидность (что означает поиск возможностей для ее размещения и, как следствие, возможный приток средств в российскую экономику), а российские компании при этом вновь начинают более активно привлекать средства из-за рубежа

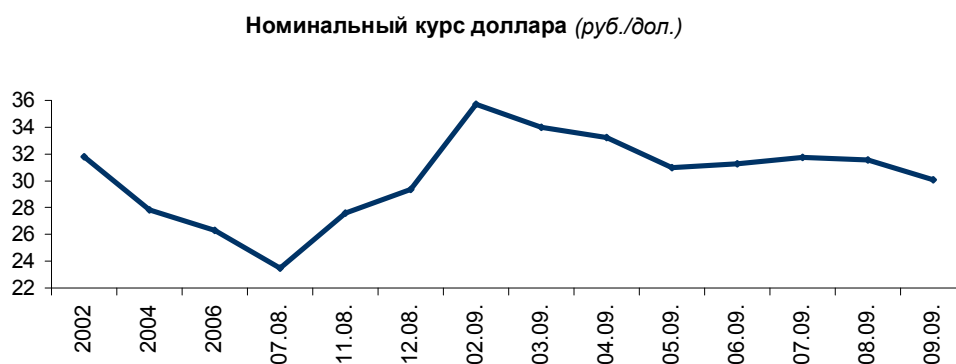
(рис. 3). Все это может стать факторами, способствующими укреплению рубля.

В этой связи следует также учитывать и динамику цен на нефть. Их корреляция с динамикой валютного курса достаточно высока (рис. 4). Если принимать во внимание возможность достижения нефтяными ценами уровня свыше 100 дол. за тонну в первой половине 2010 г. (такие оценки высказываются международными организациями), то это может усилить повышательную динамику рубля.

Риск опоры на внешние источники финансирования в полной мере проявился в период кризиса, когда компаниям стало сложно привлекать ресурсы из-за рубежа, их стоимость возросла, компании встали перед проблемой доведения залогов (из-за падения стоимости обеспечения) и досрочного погашения кредитов. Все это серьезно затруднило деятельность многих компаний, поставив некоторые из них перед угрозой банкротства. Именно поэтому одной из важных антикризисных задач стало замещение внешних источников финансирования на внутреннее, что должно явиться важным стабилизирующим фактором.

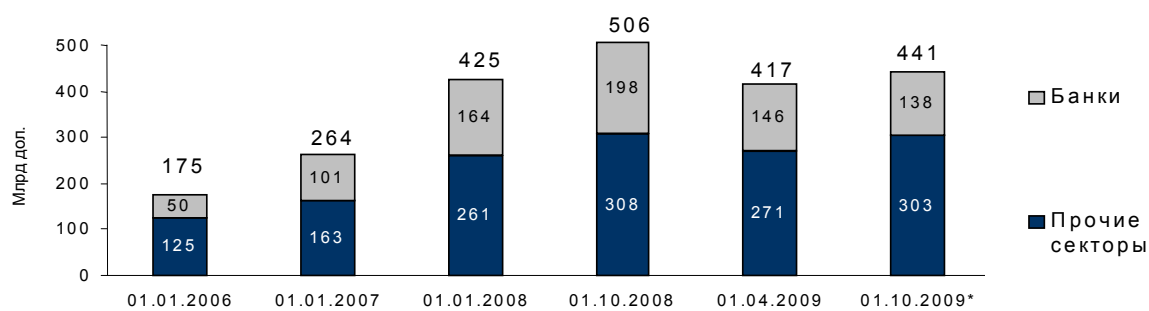
В данном случае важнейшую роль могут играть механизмы формирования денежного предложения.

¹ Статья отражает личное мнение автора.



* Средства организаций включают средства на депозитах, расчетных и прочих счетах.

Рис. 2. Валютная структура депозитов и курс доллара
(Источник: данные Банка России; рассчитано автором.)



* Оценка Банка России.

Рис. 3. Внешний долг частного сектора (Источник: данные Банка России.)

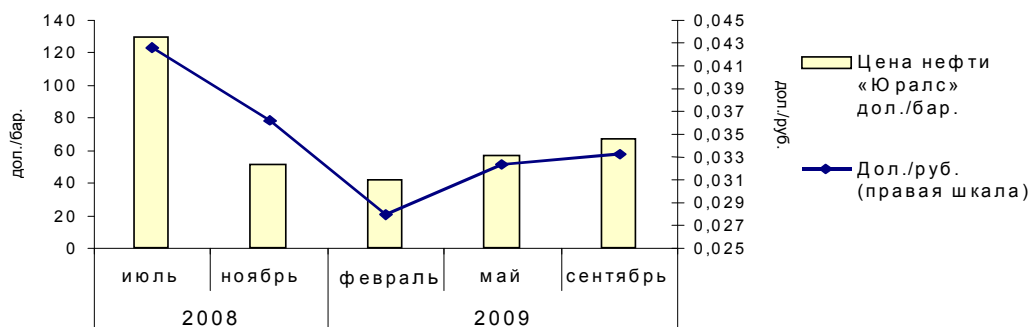


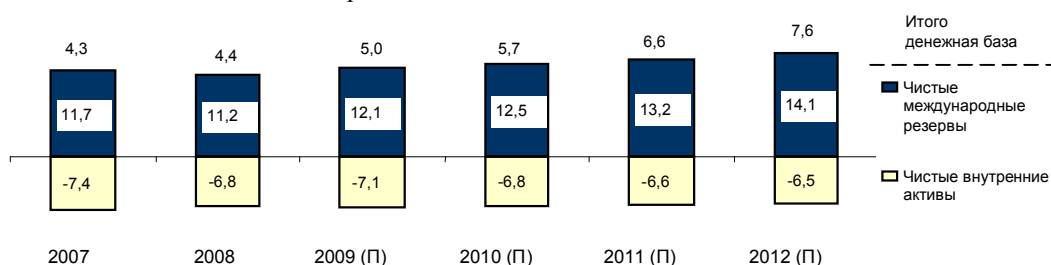
Рис. 4. Цена нефти и курс рубля
(Источник: данные Минэкономразвития и Банка России.)

О денежно-кредитной политике

Еще в 2008 г., когда острота кризиса была высокой, а риски внешнего фондирования проявлялись в большой мере, Банк России учел специфику новых условий. В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов» фактически впервые за многие годы 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 денежно-кредитной полити-

ки», а также позволит «за счет уменьшения присутствия Банка России в операциях на внутреннем валютном рынке повысить гибкость курсовой политики, осуществить постепенный переход к режиму свободного плавающего валютного курса»¹.

Однако *денежная программа на 2010 г.* разработана исходя из предположений о росте чистых международных резервов как основном источнике роста денежной базы. Это фактически означает отход от объявленных годом ранее подходов, принятых в условиях противодействия кризису и предполагавших сделать основными *внутренними* источниками монетизации. Теперь в качестве основных (вновь, как и многие годы до того) будут *внешние* источники при формировании денежной базы (рис. 5).



* 2009 г. – оценка Банка России; 2010–2012 гг. – прогноз Банка России, основной (второй) вариант денежной программы от 2009 года.

Рис. 5. Источники формирования денежной базы рубля (трлн руб.)

(Источник: данные Банка России – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов; Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов.)

При этом вряд ли можно считать, что те цели, которые перечислены в документе от 2008 г., потеряли свою актуальность. Но 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). Во-вторых, указанные подходы способствуют консервации экспортно-сырьевой ориентации российской экономики, отход от которой ставится как важная системная задача (так как 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 экономики¹.

Далее, как согласуется задача по сокращению интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке с сохранением валютных поступлений в качестве главного элемента денежного предложения? Ведь покупка этой валюты с рынка и эмиссия рублей осуществляются центральным банком.

Формирующиеся международные (золотовалютные) резервы, очевидно, создают некий запас прочности для экономики, и кризисные события это показали. Однако это не значит, что следует переходить на механизм «валютного правления» – «currency board» (если не буквального, так приближенного по смыслу), когда вся ликвидность образуется только на основе притока валюты, а центральный банк фактически отказывается от своей главной функции – первичного источника денежных ресурсов, которые в одинаковой степени доступны для экспортных и неэкспортных отраслей. Экспортная выручка и внешние займы все равно будут притекать в экономику. Но их роль в формировании денежной базы должна балансироваться внутренними механизмами формирования ресурсов – с учетом внутренних потребностей экономи-

¹ На эти и иные недостатки подобных подходов мы уже указывали ранее. См., например: *Ершов М.* Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12; *Неверные акценты* // Эксперт. 2009. № 47.

¹ См.: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов // Деньги и кредит. 2009. № 1. С. 26.

ческих участников, в первую очередь, неэкспортных отраслей. Без развития внутренних источников вряд ли можно рассчитывать на реальную диверсификацию экономики и на отход от ее сырьевой направленности.

Сырьевые поставки, конечно, нужны для мировой экономики. И коль скоро нет эффективных альтернатив, Россия вынуждена выступать в качестве такого поставщика. Но следует ли считать такую функцию достаточной и позволит ли она России обеспечить ее долгосрочную системную роль в мире? И что делать российской экономике, когда ее невозобновляемые запасы уменьшатся?

При сохранении положительного сальдо платежного баланса (что весьма вероятно при ценах на нефть на относительно высоком уровне) внешняя монетизация хоть и является важным, но не должна быть исчерпывающим источником денежных ресурсов в экономике. Если задачи по совершенствованию структуры экономики, уменьшению внешних рисков остаются актуальными, то необходимо тщательно оценить возможность смешанного подхода, при котором на первый план выходит задача обеспечения ресурсами неэкспортных отраслей экономики при одновременном сохранении оптимального уровня валютного курса. (При таком подходе валютная выручка, например, может не покупаться регулятором в полном объеме, а оставаться на валютном рынке (что будет способствовать, с одной стороны, удорожанию рубля, а с другой – неполному формированию денежного предложения на валютной основе). Для нейтрализации этих последствий меньшая (чем планировалась) монетизация может компенсироваться пополнением ресурсов через внутренние каналы, для чего могут

комплексно использоваться механизмы рефинансирования, валового кредита банкам, бюджетные каналы монетизации и т. д.

Дополнительная ликвидность, поступившая по указанным каналам, может способствовать как более равномерному распределению ресурсов среди экспортных и неэкспортных отраслей, так и корректировать динамику курса (так как эта ликвидность может отчасти вернуться на валютный рынок, оказывая давление на подорожавший рубль в сторону его обесценения).

Возможно также использование валютных инструментов Минфина или Банка России (с достаточным уровнем доходности) для аккумуляции части валютной выручки. При этом следовало бы оценить целесообразность последующей прямой продажи этой валюты из Минфина (если она куплена на инструменты Минфина) в Банк России по курсу, который сложился на рынке на момент операции, что, во-первых, выполняло бы рублевую ликвидность на рынке и, во-вторых, не оказывало бы при этом прямого влияния на курс.)

Из зарубежного опыта

В ведущих экономиках давно практикуются разносторонние подходы к формированию денежной базы. При этом важную роль играют бюджетные инструменты (казначейские бумаги), что, во-первых, обеспечивает более длинную основу ресурсов и, во-вторых, способствует более целевому поступлению эмитируемых средств в соответствии с экономическими приоритетами и антикризисными мерами (рис. 6 и 7).

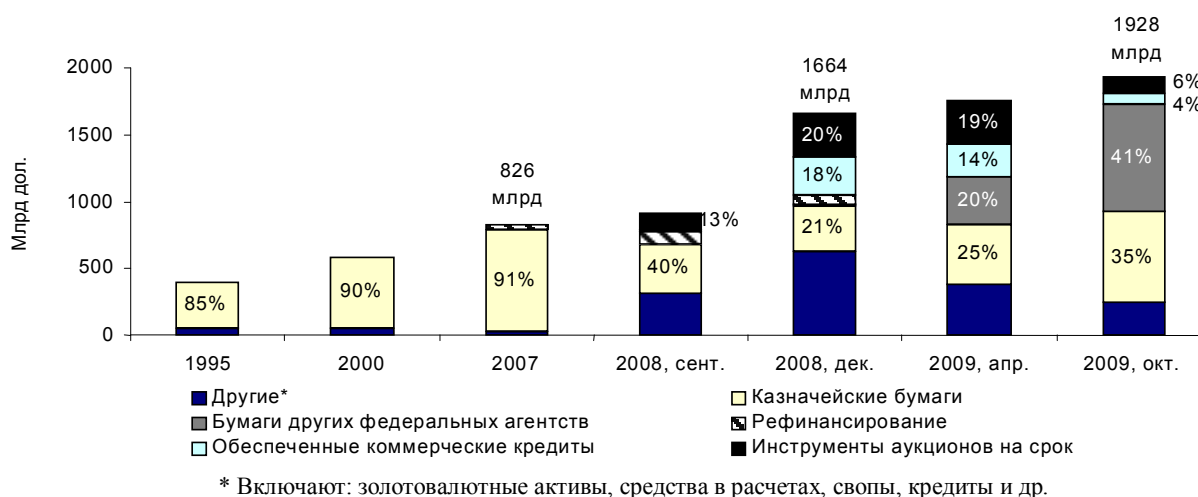


Рис. 6. Структура денежной базы доллара США (млрд дол. и %) (Источник: рассчитано по данным ФРС США.)

При этом именно последние кризисные события заставили Федеральную резервную систему США не только существенно увеличить саму денежную базу (уже фактически в 2 раза), но и кардинально изменить структуру ее компонентов.

Характерно, насколько при этом изменилась денежная база по срокам формирующих ее компонентов. В течение многих последних лет эмиссия долларов осуществлялась под длинные инструменты (на которые приходилось не менее 40% всей сформированной денежной базы). Это позволяло сформировать более устойчивую долгосрочную основу финансовых

ресурсов в экономике. В острой фазе кризиса на первый план вышли короткие инструменты, которые были необходимы для предоставления чрезвычайных средств для рынка. Однако уже к середине 2009 г. компонент длинных ресурсов вновь стал преобладающим (на инструменты свыше 1 года приходится более 70% всего портфеля). Следует отметить, однако, что большая часть длинных бумаг теперь приходится на выкупленные ипотечные бумаги, что было необходимо для поддержания данного сегмента рынка, и, как представляется, делает баланс ФРС менее устойчивым, чем раньше.

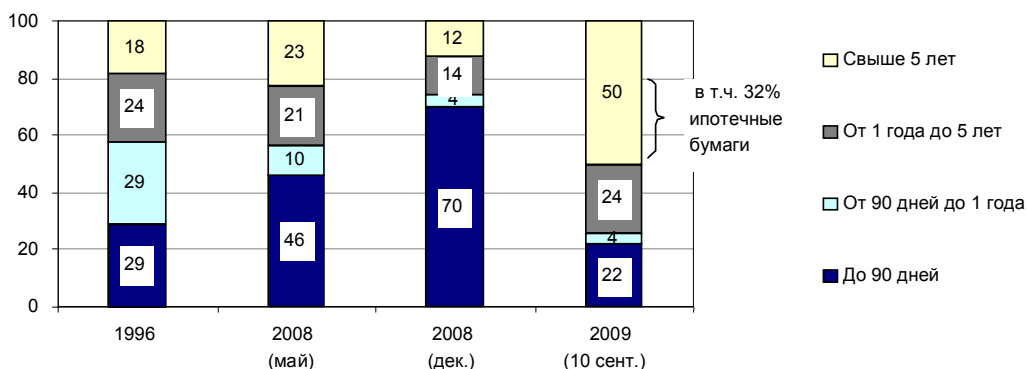


Рис. 7. Структура денежной базы доллара США по срокам (%)
(Источник: рассчитано по данным ФРС США.)

С учетом того, что резко увеличились как объем дефицита бюджета США, так и размер их государственного долга, решения антикризисных проблем могут трансформироваться в создание иных кризисов, что может означать новые внешние риски и для российской экономики.

В этой связи необходимы механизмы, которые уменьшат риски и обеспечат развитие даже в услови-

ях внешней финансовой нестабильности. Необходимо взвешенно подходить к вопросу формирования денежной базы, не ослабляя ее состав высокорисковыми активами. Важно учитывать, что она может явиться основой длинных ресурсов в экономике и обеспечить системное поступление средств, необходимых для осуществления структурных преобразований. ■