

*А. КУДРИН,
Заместитель Председателя Правительства РФ,
Министр финансов РФ*

МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ЕГО ВЛИЯНИЕ НА РОССИЮ

Современный мировой финансовый кризис является звеном в цепочке кризисов, описанию которых посвящена обширная экономическая литература. Только в 1990-е годы в мировой экономике произошло несколько кризисов, охвативших целые группы стран. В 1992—1993 гг. валютные кризисы испытали некоторые страны Европейского союза (Великобритания, Италия, Швеция, Норвегия и Финляндия). В 1994—1995 гг. сильный кризис, начавшийся в Мексике, распространился на другие страны Латинской Америки. В 1997—1998 гг. глобальный финансовый кризис начался в странах Юго-Восточной Азии (Корея, Малайзия, Таиланд, Индонезия, Филиппины), затем перекинулся на Восточную Европу (Россия и некоторые страны бывшего СССР) и Латинскую Америку (Бразилия).

Причины возникновения и проявления текущего мирового финансового кризиса

Нынешний финансовый кризис отличается как глубиной, так и размахом — он, пожалуй, впервые после Великой депрессии охватил весь мир. «Спусковым крючком», приведшим в действие кризисный механизм, стали проблемы на рынке ипотечного кредитования США. Однако в основе кризиса лежат более фундаментальные причины, включая макроэкономические, микроэкономические и институциональные. Ведущей макроэкономической причиной оказался избыток ликвидности в экономике США, что, в свою очередь, определялось многими факторами, включая:

— общее снижение доверия к странам с развивающимся рынком после кризиса 1997—1998 гг.;

— инвестирование в американские ценные бумаги странами, накапливающими валютные резервы (Китай) и нефтяные фонды (страны Персидского залива);

— политику низких процентных ставок, которую проводила ФРС в 2001—2003 гг., пытаясь предотвратить циклический спад экономики США.

Под влиянием избыточной ликвидности активизировался процесс формирования рыночных пузырей — искаженной, завышенной оценки различных видов активов. В отдельные периоды такие пузыри формировались на рынках недвижимости, акций и сырьевых товаров, что стало важной составной частью кризисного механизма. Согласно данным межстрановых исследований, охватывавших длительные временные периоды, кредитная экспансия является одним из типичных условий финансовых кризисов. Таким образом, риски развития кризиса в результате ослабления денежно-кредитной политики, реализовавшиеся в 2007—2008 гг., — не исключение, а общее правило.

На этом фоне способствовали наступлению кризиса и микроэкономические факторы — развитие новых финансовых инструментов (прежде всего структурированных производных облигаций). Считалось, что они позволяют снизить риски, распределяя их среди инвесторов и обеспечивая правильную оценку. На самом деле использование производных инструментов фактически привело к маскировке рисков, связанных с низким качеством субстандартных ипотечных кредитов, и к их непрозрачному распределению среди широкого круга инвесторов. Наконец, в числе институциональных причин отметим недостаточный уровень оценки рисков как регуляторами, так и рейтинговыми агентствами.

Мягкая денежно-кредитная политика, проводившаяся ФРС США с начала 2000-х годов, стимулировала выдачу банками кредитов. Среднегодовые темпы прироста банковского потребительского кредитования в 2003—2007 гг. были на уровне 5%, прирост потребительских кредитов в III квартале 2007 г. составил 7,2%. Объем выданных ипотечных кредитов возрос с 238 млрд долл. в I квартале 2000 г. до 1199 млрд долл. в III квартале 2003 г.

По мере вхождения экономики США в рецессию наметилась тенденция постепенного сокращения объема выданных банковских кредитов. В III квартале 2008 г. объем выданных населению ипотечных кредитов составил всего лишь 415 млрд долл. (см. рис. 1). Значительно снизились темпы прироста потребительских кредитов — в ноябре 2008 г. по сравнению с октябрём их объём сократился на 3,7%.

Ключевую роль в развитии текущего кризиса сыграла асимметрия информации. Структура производных финансовых инструментов стала столь сложной и непрозрачной, что оценить реальную стоимость портфелей финансовых компаний оказалось практически невозможным. Поскольку кредитный рынок больше не мог эффективно выявлять потенциально неплатежеспособных заемщиков, он впал в паралич. Развитие ситуации в финансовой сфере серьезно повлияло и на реальный сектор экономики. Вскоре после усугубления проблем в финансовой системе США вошли в рецессию. Национальное бюро экономических исследований США (NBER) — совет ученых-экономистов, считающийся официальным арбитром в определении времени начала и конца рецессий в стране, в декабре 2008 г. объявило, что рецессия в США началась еще год назад — в декабре 2007 г.

Постепенно финансовый кризис в США начал распространяться во всем мире. Американские корпорации приступили к срочной



Источник: MBA Mortgage Origination Estimates, 2008, 15 Dec.

Рис. 1

распродаже активов и выводу денег из других стран. По оценкам Банка Англии, суммарные потери от кризиса в экономиках США, Великобритании и ЕС уже составили 2,8 трлн долл.

ВВП США в III квартале 2008 г. снизился на 0,5%, что оказалось самым значительным падением с 2001 г., из-за максимального за 28 лет сокращения потребительских расходов (на 3,8%). При этом снижение данного показателя было несколько компенсировано увеличением расходов государства, ростом экспорта и снижением импорта. По оценке Бюджетного управления конгресса США, прирост ВВП в 2008 г. составил 1,2%.

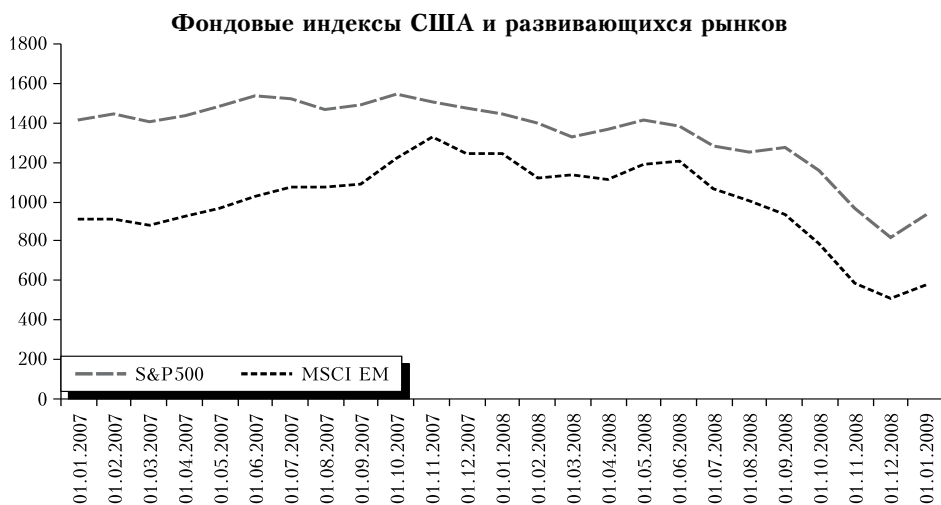
Объем задействованных в экономике США мощностей в ноябре упал до 75,4% по сравнению с 76,3% в октябре, что на 5,6 п. п. ниже среднего уровня в 1972–2007 гг. Индекс деловой активности в промышленности (ISM manufacturing index)¹ в декабре 2008 г. снизился до 32,4 пункта по сравнению с октябрьским значением в 36,2 пункта. Это самое низкое значение индекса с июня 1980 г., когда оно находилось на уровне 30,3 пункта. В 2007 г. его среднее значение составило 51,1 пункта.

По данным министерства труда США, в декабре 2008 г. американская экономика потеряла 524 тыс. рабочих мест, а в целом за год — 2,6 млн. Это максимальный показатель с 1945 г., когда экономика страны перестраивалась на мирные рельсы. Уровень безработицы в США достиг 7,2% — максимального показателя с 1992 г. (до начала финансового кризиса — 4,4%). Если же учесть увольнения лиц, занятых частично, то он вырос до 13,5% (в конце 2007 г. — 8,7%).

Объем строительства новых домов в США в ноябре 2008 г. снизился на 19% относительно предыдущего месяца. Это самый низкий показатель с начала его наблюдения. По сравнению с ноябрем 2007 г. снижение составило 47%. В годовом исчислении объем продаж новых домов в ноябре 2008 г. оказался на 35,3% меньше, чем в ноябре 2007 г.

События в экономике США негативно повлияли на фондовые рынки в развитых и развивающихся странах. На рисунке 2 представлена динамика в 2007–2008 гг. одного из основных американских

¹ ISM manufacturing index представляет собой результаты опроса менеджеров по закупкам в сфере промышленности. Значение индекса менее 40,0 пунктов означает снижение деловой активности как в производственном секторе, так и во всей экономике в целом.



Источник: Bloomberg.

Рис. 2

фондовых индексов S&P 500 и фондового индекса для развивающихся рынков MSCI EM, разрабатываемого банком Morgan Stanley (данные на рисунке не отражают внутримесячной динамики индексов).

В 2007 г. фондовые рынки развивающихся стран росли опережающими темпами по сравнению с развитыми странами, чему способствовали портфельные инвестиции из ведущих мировых экономик. В 2008 г. массированный приток средств из-за рубежа на развивающиеся рынки прекратился, и динамика фондового индекса для развивающихся стран практически повторяет динамику ведущего американского фондового индекса. За 2008 г. индекс S&P 500 сократился почти на 40%, а индекс MSCI EM — более чем на 50%.

Анализ ситуации в мировой экономике по итогам 2008 г. позволяет прогнозировать замедление глобального роста в текущем году. В ноябрьском прогнозе МВФ он оценивается на уровне 2,2, а Всемирного банка — 0,9%. В дальнейшем можно ожидать уменьшения этих значений. Наиболее развитые экономики в наступившем году ждут серьезный спад.

Так, Еврокомиссия прогнозирует падение ВВП еврозоны на 1,8%. По оценкам Бюджетного управления конгресса США (далее — БУК), представленным в «Перспективах экономики и бюджета в 2009—2019 гг.», в 2009 г. США ожидает сильное сокращение экономической активности. Реальный ВВП без учета программы стимулирования экономики снизится на 2,2%, а реальное потребление — более чем на 1%. В 2010 г. возможно медленное восстановление экономики: реальный ВВП вырастет на 1,5%. БУК прогнозирует дальнейшее снижение средней стоимости недвижимости еще на 14% в период между III кварталом 2008 г. и II кварталом 2010 г. Ожидается, что бюджетный дефицит в США в 2009 г. будет самым крупным со времен Второй мировой войны. По прогнозам БУК, он составит 1,2 трлн долл., или 8,3% ВВП. Вступление в силу программы стимулирования экономики увеличит бюджетный дефицит, но в 2010 г. он снизится до 4,9% ВВП.

Расходы правительств штатов и муниципалитетов лишь немного смягчат спад экономической активности. В качестве реакции на более низкие, чем ожидалось, доходы и необходимость обеспечить сбалансированность бюджета они сокращают

расходы на товары и услуги и, по оценкам БУК, в 2009 г. реального роста расходов на эти цели не предвидится.

По прогнозам БУК, нынешняя рецессия в США продлится до середины текущего года и станет *самой долгой* со времен Второй мировой войны (рецессии 1973—1974 и 1981—1982 гг. длились по 16 месяцев). Если она выйдет за пределы второго полугодия 2009 г., то будет продолжаться как минимум 19 месяцев. Нынешний кризис окажется и *самым глубоким* в послевоенный период — в течение двух последующих лет ВВП будет на 6,8% ниже своего потенциала (уровня, возможного при полном использовании производственных и кадровых ресурсов). Тем не менее эта рецессия, возможно, не приведет к самому высокому уровню безработицы. По прогнозам, она вырастет до 9,2% в начале 2010 г. (с 4,4% в конце 2006 г.), но все равно будет ниже, чем в конце экономического спада 1981—1982 гг. (10,8%).

Некоторые аналитики предсказывают такую глубокую рецессию в мировом масштабе по итогам 2009 г., которой не было даже в периоды наиболее крупных экономических кризисов в ведущих странах в прежние годы. Самые значительные замедления мировой экономики наблюдались в 1975 г., когда глобальный рост составил всего 0,93% по отношению к предыдущему году, и в 1980 г., когда его значение приблизилось к нулю (0,3%).

Предполагается, что в ближайшие годы «локомотивами» мирового экономического роста будут Китай и Индия. Ситуация в этих странах разная.

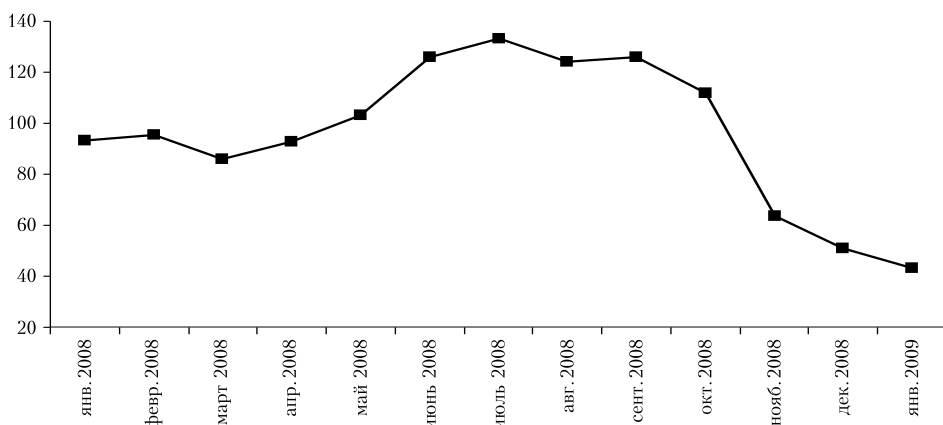
Экспортноориентированной экономике Китая будет нелегко заместить падение внешнего спроса внутренним. Даже реализация пакета антикризисных мер, который оценивается в 570 млрд долл. США, и возможное его увеличение не предотвратят сильного снижения темпов роста, вплоть до уровня 6% или даже меньше. По прогнозам Всемирного банка, на фоне сокращения прямых иностранных инвестиций ожидается снижение темпов роста ВВП Индии до 5,8% в 2009 г. по сравнению с 6,3% в 2008 г.

ВВП еще одной динамично развивающейся страны — Бразилии — в 2009 г., как ожидается, вырастет на 2,8% по сравнению с 5,2% в 2008 г. Уровень инфляции уже начал выравниваться под влиянием политики Центрального банка страны по повышению процентной ставки и на фоне падения цен на товары. Инфляция потребительских цен должна снизиться с 6,3% в 2008 г. до 4,8% в 2009 г. По оценкам аналитиков Barclays Capital², дефицит счета текущих операций в Бразилии в 2008 г. составит 1,9% ВВП. Впервые с 2002 г. страна столкнулась с отрицательным сальдо по этому счету. Аналитики Barclays Capital в перспективе прогнозируют рост его дефицита до 2,4% ВВП в 2010 г.

Последовательно снижается и ожидаемый уровень мировых цен на нефть. Согласно последнему прогнозу, представленному 13 января 2009 г. Энергетическим агентством США, средняя цена 1 барреля нефти марки WTI на 2009 г. оценивается в 43 долл. (чему соответствует примерно 40 долл./барр. для марки Urals). Это означает, что по сравнению с 2008 г. нефть подешевеет почти в два с половиной раза. На рисунке 3 представлена динамика ежемесячных прогнозов Энергетического агентства США средней цены на нефть на 2009 г. Обращает на себя внимание, что за последние четыре месяца (октябрь 2008 — январь 2009 г.) она упала почти в три раза. Это объясняется ожидаемым снижением мирового спроса на нефть.

² Global Economics Weekly / Barclays Capital. 2009. 16 Jan.

**Изменение прогноза Энергетического агентства США
средней цены нефти на 2009 г. (долл./барр.)**



Источник: Энергетическое агентство США.

Рис. 3

Международное энергетическое агентство пересмотрело прогноз мирового спроса на нефть в 2009 г. в сторону снижения на 1 млн барр. в сутки после сокращения прогнозного роста ВВП мировой экономики до 1,2% с учетом ухудшающейся конъюнктуры³. Мировой спрос на нефть в 2009 г. теперь скорректирован до 85,3 млн барр. в сутки (снижение на 0,6% по сравнению с 2008 г., что соответствует 0,5 млн барр. в сутки в среднем за год). По прогнозу ОПЕК⁴, мировой спрос на нефть в 2009 г. составит 85,7 млн барр. в сутки (против 85,8 млн в 2008 г. и 85,9 млн в 2007 г.). Главный фактор существенного сокращения спроса на нефть — уменьшение спроса со стороны США на 1,1 млн барр. в сутки.

Напомним, что Минфином России для разработки стратегических принципов бюджетной политики принята долгосрочная цена на нефть в размере 50 долл. США в ценах 2007 г., которая может быть как заметно ниже в период экономического спада, так и выше в период подъема. В последние годы цены на нефть существенно выросли. В 2008 г. среднегодовая цена на нефть марки Urals достигла рекордного значения в 94,4 долл./барр. (см. рис. 4). Это максимальное значение за период с 1970 г. С учетом прогноза изменения мирового спроса на нефть в перспективе ожидать превышения этого значения не приходится.

Такой вывод подтверждается последним долгосрочным исследованием ОПЕК⁵. Ее эксперты отмечают возросшее влияние на процесс ценообразования инвесторов и биржевых спекулянтов, которые оценивают нефть не по ее потребительским свойствам, а в качестве привлекательного с финансовой точки зрения актива. И если в 2003 г. на Нью-Йоркской товарно-сырьевой бирже на один реально проданный баррель нефти приходилось шесть «бумажных», то к 2008 г. этот показатель превысил 18.

Согласно прогнозу ОПЕК до 2030 г., представленному в «Обзоре мирового нефтяного рынка за 2008 г.», темпы роста населения

³ Highlights of the latest OMR // WEA Oil Market Report. 2009. 16 Jan.

⁴ Monthly Oil Market Report / OPEC. 2009. 15 Jan.

⁵ World Oil Outlook 2008 / OPEC Secretariat. Vienna, 2008. July.



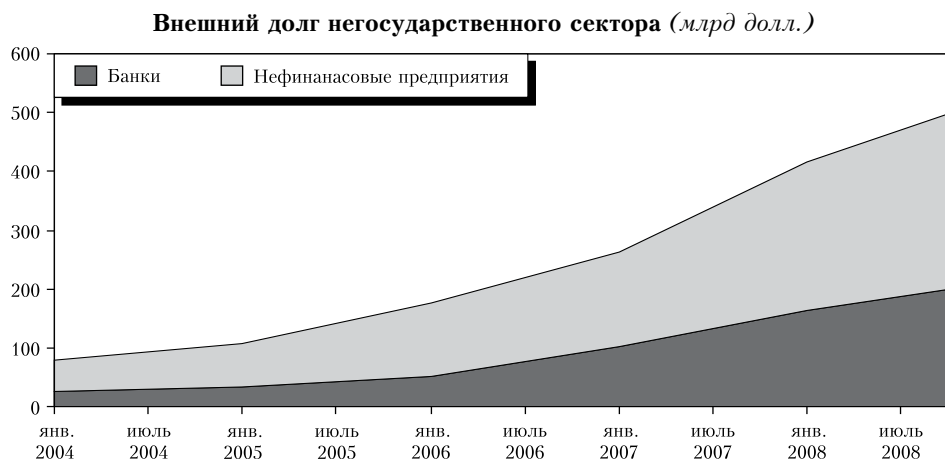
Источники: ОПЕК, расчеты автора.

Рис. 4

в 2006—2015 гг. будут выше, чем в 2015—2030 гг. (соответственно 1,1 и 0,9% в год). Кроме того, во второй половине рассматриваемого периода начнется сокращение численности населения трудоспособного возраста, что окажет влияние на экономическую активность и снижение потребления энергии.

Влияние мирового финансового кризиса на денежно-кредитную политику и банковскую систему России

Накануне кризиса российская экономика демонстрировала очень хорошие макроэкономические показатели: значительный профицит бюджета и счета текущих операций, быстрый рост золотовалютных резервов и средств в бюджетных фондах. Вместе с тем в последние годы было допущено некоторое ослабление денежно-кредитной и бюджетной политики. Так, в 2007 г. расходы федерального бюджета увеличились в реальном выражении на 24,9%, то есть их рост более чем в три раза превышал рост ВВП. В экономике сформировались устойчиво низкие процентные ставки, фактически отрицательные в реальном выражении, что привело к бурному росту кредитования. Естественным результатом стал «перегрев» экономики. С одной стороны, это способствовало усилению инфляционного давления, а с другой — быстрому наращиванию внешних заимствований. Всего за три года (2005—2007) внешний долг негосударственного сектора увеличился почти в четыре раза. На начало 2005 г. он составил 108 млрд долл. США., а на конец 2007 г. — 417,2 млрд (см. рис. 5). Быстрый рост государственных расходов и импорта маскировался повышением цен на нефть и другие товары российского экспорта. Однако фактически описанные процессы делали российскую экономику уязвимой к воздействию глобального кризиса.



Источник: Банк России.

Рис. 5

Привлечение российскими банками средств на мировом рынке капитала позволило им проводить экспансию на кредитном рынке, что привело к повышению доступности денежных ресурсов и снижению ставок на внутреннем рынке заимствований. Чистая международная инвестиционная позиция кредитных организаций устойчиво ухудшалась. В конце 2005 г. ее значение составило –20,827 млрд долл. США, а в конце III квартала 2008 г. — –99,651 млрд.

Снижение цен на нефть с мая прошлого года и ограничение заимствований на внешнем рынке вызвали существенное ослабление платежного баланса во втором полугодии 2008 г. Чистый приток частного капитала в размере 83 млрд долл. США в 2007 г. превратился в его чистый отток в размере 130 млрд долл. в 2008 г. В IV квартале прошлого года по сравнению с I кварталом счет текущих операций сократился в 4,5 раза — с 37 млрд долл. США до 8 млрд долл., а в целом за год он составил 99 млрд долл. США (см. табл. 1). В 2009 г. ожидается нулевое сальдо счета текущих операций.

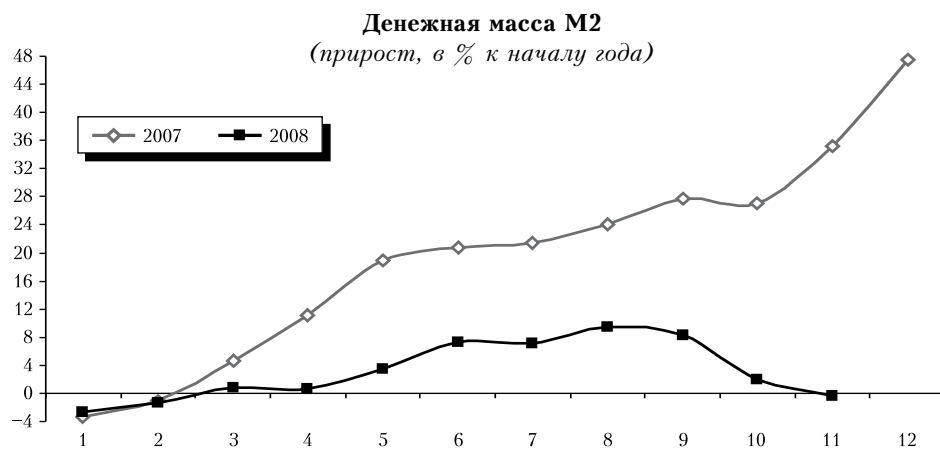
Т а б л и ц а 1

**Платежный баланс Российской Федерации
за 2008 год (млрд долл. США)**

	I	II	III	IV (оценка)	год (оценка)
Счет текущих операций	37,4	25,8	27,6	8,1	98,9
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	–24,7	35,4	–9,4	–129,7	–128,4
Финансовый счет (кроме резервных активов)	–24,6	35,2	–9,6	–130,0	–129,0
Изменение валютных резервов («+» — снижение, «–» — рост)	–6,4	–64,2	–15,0	131,0	45,3
Справочно:					
Цены на нефть марки Urals (мировые), долл./барр.	93,4	117,1	113,0	54,2	94,4
Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором	–23,1	41,1	–17,4	–130,5	–129,9

Источник: Банк России.

В результате в прошлом году валютные резервы сократились на 45 млрд долл. США (а золотовалютные — на 51,7 млрд) и фактически перестали выполнять функцию источника денежного предложения. Их сокращение привело к серьезному замедлению денежного предложения. За 11 месяцев 2008 г. объем денежной массы М2 даже снизился на 0,3%, в то время как в 2007 г. за тот же период он увеличился на 35,2% (см. рис. 6).



Источник: Банк России.

Рис. 6

Основным источником денежного предложения стало пополнение ликвидности со стороны денежных властей. Предпринятые шаги позволили насытить рынок краткосрочной ликвидностью, однако не смогли компенсировать дефицит долгосрочных ресурсов. Предложение «длинных» денег в экономике и стабилизацию денежного рынка в долгосрочной перспективе должны обеспечить институциональные инвесторы, а также сами коммерческие банки за счет кредитной активности.

Одним из источников «длинных» пассивов служат депозиты юридических лиц и вклады физических лиц, размещенные на срок более трех лет. На протяжении последних двух лет их доля в общих пассивах составляла 5—6%.

В условиях нехватки «длинных» денег банки вынуждены в качестве источника формирования «длинных» активов использовать «короткие» обязательства. Причем эта ситуация характерна не только для периода текущей финансовой нестабильности, но и для последних нескольких лет, когда краткосрочные обязательства покрывали не менее 10—14% долгосрочных активов банков. Очевидно, дальнейшее наращивание долгосрочных кредитов за счет краткосрочных пассивов могло негативно сказаться на ликвидности банковской системы.

В последнее время замедление темпов роста кредитного портфеля приняло ярко выраженный характер. В ноябре 2008 г. по сравнению с октябрём объем выданных кредитов населению даже сократился на 0,7%, прирост банковских кредитов предприятиям составил всего 0,7% (см. рис. 7). По итогам одиннадцати месяцев 2008 г. задолженность



Источник: Банк России.

Рис. 7

перед кредитными организациями нефинансовых организаций выросла на 32,6% против 46,9% за тот же период 2007 г.

На динамику банковских кредитов в 2008 г. оказало влияние и то, что в период кризиса многие организации начали сворачивать инвестиционные программы, сокращать текущие расходы. Банки стали ужесточать требования к финансовому состоянию граждан в связи с возрастающими рисками непогашения кредитов (снижение покупательской способности, увеличение числа безработных). В ближайшее время банкам придется больше внимания уделять привлечению ресурсов с внутреннего рынка.

Усиление конкуренции на внутреннем финансовом рынке в 2008 г. привело к повышению ставок по банковским депозитам. Так, средневзвешенная ставка по рублевым депозитам населения в кредитных организациях сроком до одного года повысилась с 5,4% годовых в январе 2008 г. до 6,2% годовых в октябре, а средневзвешенная ставка по рублевым депозитам предприятий сроком до одного года — с 3 до 6,7%.

Отметим, что до сих пор повышение банками ставок по депозитам физических лиц было весьма скромным и не компенсировало ускорение темпов инфляции. При этом темпы прироста банковских депозитов снизились (см. рис. 8).

Кроме депозитов населения и предприятий в 2008 г. основными источниками формирования ресурсов коммерческих банков были кредиты, депозиты и прочие средства, полученные от других кредитных организаций, а также средства организаций на расчетных и прочих счетах и облигации. На долю этих статей, включая депозиты, на начало декабря 2008 г. приходилось 71,3% общей суммы пассивов (см. табл. 2). Доля кредитов Банка России, полученных банками, увеличилась на 8 п. п. — до 8,2% в общей сумме пассивов. Очевидно, кредиты Банка России носят краткосрочный и регулирующий характер.



Источник: Банк России.

Рис. 8

На стоимость ресурсов для коммерческих банков влияет изменение стоимости основных статей банковских пассивов, то есть в первую очередь изменение ставок по депозитам населения и предприятий. Для поддержания своей деятельности коммерческие банки не могут кредитовать под меньший процент, чем ставки по депозитам. При этом в российских условиях последние должны быть как минимум нулевыми в реальном выражении, чтобы стимулировать сбережения. Ставки в экономике определяются прежде всего уровнем инфляции, формированием стимулов к сбережению и уровнем риска.

Т а б л и ц а 2

Структура пассивов кредитных организаций

	01.01.2008		01.12.2008	
	млрд руб.	% к пассивам	млрд руб.	% к пассивам
Вклады населения	5159,2	25,6	5523,8	21,3
Депозиты и прочие привлеченные средства юридических лиц (кроме кредитных организаций)	3520,0	17,5	4849,7	18,7
Средства организаций на расчетных и прочих счетах	3232,9	16,1	3063,5	11,8
Кредиты, депозиты и прочие средства, полученные от других кредитных организаций, всего	2807,4	13,9	3879,0	15,0
Кредиты, депозиты и прочие привлеченные средства, полученные кредитными организациями от Банка России	34,0	0,2	2123,4	8,2
Облигации, векселя и банковские акцепты	1112,4	5,5	1162,7	4,5
Фонды кредитных организаций	2182,2	10,8	1821,1	7,0
Прочие пассивы	2077,0	10,4	3500,7	13,5
Итого	20 125,1	100,0	25 923,9	100,0

Источник: Банк России.

В 2008 г. инфляция снова выросла вследствие мягкой денежно-кредитной политики в предыдущие годы. Правительство и Банк России не смогли сдержать избыточное денежное предложение из-за высоких цен на нефть и притока капитала. Это существенно увеличивало совокупный спрос в экономике и привело к кредитному буму. Прирост кредитов строительству составил на 1 октября 2007 г. 85,8%, а на 1 октября 2008 г. — 54%, транспорту и связи — соответственно 81,5 и 38,2% (см. табл. 3). Поддержание таких темпов кредитования в длительном периоде невозможно, поскольку в результате возникает кредитный пузырь. Кредитный бум в среднесрочной перспективе может натолкнуться на снижение кредитоспособности заемщиков, а в условиях кризиса неизбежно приводит к «жесткой посадке» перегретых отраслей и невозврату кредитов, ухудшению кредитного портфеля банков.

Т а б л и ц а 3

Задолженность по банковским кредитам предприятиям
(прирост, в % к соответствующему периоду предыдущего года)

	01.10.2007	01.10.2008
Добыча полезных ископаемых	90,9	9,5
Обрабатывающие производства	38,8	42,8
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	25,0	43,8
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	56,3	56,5
Строительство	85,8	54,0
Транспорт и связь	81,5	38,2
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	37,0	39,8

Источник: Банк России.

При инерционном наращивании кредитов заметное снижение стабильности пассивной базы вызывает острую нехватку ликвидности. Ситуацию в реальном секторе также осложняет рост процентных ставок. Высокая стоимость ресурсов для предприятий кроме инфляционного фактора определяется тем, что рынок сигнализирует о существенном уровне неопределенности: вновь произведенные товары и услуги могут быть невостребованы. В результате кредитами могут воспользоваться только производства с высокой доходностью или быстрой отдачей.

С кредитными ставками выше 15% российские банки работали до 2003 г. Именно тогда наша страна перешла к экономическому росту. Но эти ставки были приемлемы только для ограниченного числа отраслей с быстрой отдачей. Условия для развития базовых отраслей промышленности возникают только на основе снижения инфляции и ставок кредита. При достижении равновесного курса дополнительное накачивание экономики денежными средствами может снова привести к избытку ликвидности и дополнительному росту инфляции, а задача создания «длинных» денег вновь отодвинется на несколько лет. Это означает, что одно из важнейших условий для обеспечения долгосрочного роста — контроль над инф-

ляцией. Поэтому в ведущих странах низкая инфляция выступает главным индикатором экономической политики. Таким образом, политика Банка России по повышению ставок в экономике оправдана. Другие страны снижают ставки, поскольку у них очень высок риск сильной дефляции.

Ожидается, что в 2009 г. и в период 2010 и 2011 гг. внешние условия развития российской экономики ухудшатся по сравнению с предшествующим трехлетним периодом. Ожидаемое в текущем году замедление роста спроса в группе стран — ведущих импортеров российских товаров, снижение темпов роста потребительских цен в группе стран — ведущих поставщиков товаров в Россию, а также низкие цены на сырьевые товары будут воздействовать на российскую экономику в направлении ограничения темпов экономического роста и сдерживания инфляции.

В зависимости от сценарных вариантов развития экономики Банк России предполагает увеличение денежного агрегата М2 в 2009 г. на 19—28%. В 2010 и 2011 гг. темпы прироста предложения денег замедлятся и могут составить 16—25% в 2010 г. и 14—22% в 2011 г.

Переход к формированию денежного предложения преимущественно за счет увеличения валового кредита банкам при снижении роли прироста чистых международных резервов позволит более эффективно использовать процентные инструменты денежно-кредитного регулирования, сделать действенным процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В то же время уменьшение присутствия Банка России в операциях на внутреннем валютном рынке даст возможность повысить гибкость курсовой политики, осуществить постепенный переход к режиму свободно плавающего валютного курса.

Выбор курсовой политики также оказывается весьма непростой задачей. В начале развития кризисных процессов в мировой экономике Банк России поддерживал неизменный курс национальной валюты по отношению к бивалютной корзине. Это сопровождалось снижением международных резервов и сокращением денежной массы. С середины ноября 2008 г. он приступил к плавному ослаблению национальной валюты посредством постепенного расширения коридора допустимых колебаний стоимости бивалютной корзины. За 2008 г. реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам укрепился на 4,5%, в том числе в декабре по отношению к ноябрю ослабел на 3,6% (см. рис. 9).

Сдерживание процесса ослабления рубля потребовало от Банка России значительных объемов интервенций на валютном рынке. Эксперты сходятся во мнении, что постепенное ослабление национальной валюты является более затратным с точки зрения расходования международных резервов. На ожиданиях девальвации рубля спрос на иностранную валюту многократно увеличивается. Вместе с тем постепенное ослабление курса валюты позволило банкам создать необходимые валютные резервы и обеспечить устойчивость пассивной части банковской системы.



Рис. 9

Основные направления бюджетной политики в период кризиса

Нестабильность финансовых систем, обострение социальных проблем и замедление экономического роста вынуждают правительства многих стран принимать различные меры по стабилизации ситуации и стимулированию экономики, в том числе и меры фискальной политики. Как показывает исторический опыт проведения стимулирующей экономической политики в периоды кризисов, в большинстве случаев основную роль играли меры денежно-кредитной политики в силу их большей оперативности и сравнительно более высокой эффективности. Тем не менее может использоваться и дискреционная фискальная политика, но с некоторыми ограничениями, особенно в странах с развивающейся экономикой.

Отметим, что встроенные, автоматические стабилизаторы фискальной политики считаются относительно эффективными и, что немаловажно, адекватно работающими как в условиях спада, так и в случае «перегрева» экономики. В России они достаточно чувствительны к изменениям экономических условий, в том числе за границами страны — так, в период замедления экономического роста в мире налоговая нагрузка на нефтяной сектор значительно уменьшается, поскольку снижаются цены на энергоносители, к которым привязаны основные сборы в нефтяном секторе.

В странах с развивающейся экономикой стимулирующая фискальная политика ведет к росту дефицита и, следовательно, государственного долга. При этом обычно в периоды «перегрева» сдерживающая фискальная политика осуществляется не так активно, то есть оказывается асимметричной, смещенной в сторону стимулирования, что также приводит к постоянному наращиванию долга. Рост государственного долга в странах с формирующимся рынком служит неблагоприятным фактором и повышает риски для данной страны в будущем. В частности, это может привести к тому, что ставки по внешним заимствованиям для таких стран оказываются завышенными, допол-

нительно усугубляя ситуацию. Еще одна серьезная проблема — обеспечение «временности» стимулирующей фискальной политики. Если в кризисный период были снижены налоги или государство приняло на себя новые расходные обязательства, то даже при переходе к стадии подъема отменить такие изменения часто бывает политически сложно. Поэтому в случае принятия решения о тех или иных стимулирующих мерах фискальной политики правительству необходимо тщательно проанализировать возможности по их сворачиванию в будущем. Один из важнейших факторов эффективности антикризисной фискальной политики — адресность принимаемых мер, будь то меры социальной поддержки или стимулирования предприятий реального сектора.

Перед нашей страной стоят следующие задачи, касающиеся фискальной политики и требующие достаточно быстрых решений.

Использование мер монетарной и фискальной политики для стабилизации ситуации на финансовом рынке страны. Как уже было отмечено, решение данной задачи в основном обеспечивается мерами денежно-кредитной политики, однако и фискальные меры также могут использоваться, тем более при наличии значительных резервов (в том числе средств нефтегазовых фондов). Однако ключевой вопрос здесь: как определить оптимальные меры и объем бюджетных средств, которые оказали бы положительное влияние на финансовый сектор, но не привели бы к неблагоприятным средне- и долгосрочным последствиям — инфляции, резкому росту бюджетного дефицита и т. д.?

Использование мер фискальной политики для решения острых социальных проблем. В условиях мирового финансового кризиса, экономической нестабильности и замедления темпов экономического роста при одновременном достаточно высоком уровне инфляции Россия, как и другие страны, может столкнуться с различными социальными проблемами. С одной стороны, это снижение уровня жизни граждан, рост безработицы, а с другой — замедление развития отраслей социальной сферы. Здесь важен выбор мер стимулирующей политики, чтобы помощь получали именно те, кто в ней действительно нуждается, а бюджетные расходы не приводили к дополнительному росту инфляции.

Поддержка реального сектора экономики в условиях возможной рецессии. Во избежание резкого спада в реальном секторе экономики (в силу неблагоприятных внешних условий и внутренней нестабильности) и связанных с этим экономических и социальных последствий необходимы стимулирующие меры со стороны государства.

В таблице 4 представлен набор мероприятий налогово-бюджетной политики, направленных на преодоление последствий мирового финансового кризиса в нашей стране. Общая стоимость мер налоговой политики оценивается на уровне 900—1000 млрд руб. (2,3—2,5% ВВП), мер бюджетной политики (без размещения средств суверенных фондов) — в 1145 млрд руб. (2,9% ВВП). Таким образом, суммарный объем антикризисных мер составляет 2045—2145 млрд руб. (5,2—5,4% ВВП).

Кроме того, в 2008 г. из Фонда содействия реформированию ЖКХ было выделено 50 млрд руб. на выкуп квартир в домах с высокой степенью готовности, из федерального бюджета — 32 млрд руб. на выкуп

**Мероприятия налогово-бюджетной политики,
направленные на преодоление последствий мирового финансового кризиса**

	млрд руб.	эквива- лент в млрд долл. США	% ВВП
1. Мероприятия налогово-бюджетной политики, всего	2045,3— 2145,3	61,2— 64,2	5,2— 5,4
2. Мероприятия налоговой политики, всего	900— 1000	26,9— 29,9	2,3— 2,5
Снижение налога на прибыль на 4 пункта	400—500	12—15	1,0—1,3
Увеличение амортизационных отчислений с 10 до 30%	150,0	4,5	0,40
Изменение порядка взимания вывозной пошлины на нефть	250,0	7,5	0,60
Прочие, в том числе увеличение имущественного вычета для граждан при приобретении жилья, снижение ставки налога на малый бизнес, поддержка рыболовства	100,0	3,0	0,30
3. Мероприятия бюджетной политики, всего	1145,3	34,3	2,90
Пополнение уставных капиталов, всего	439,0	13,1	1,10
увеличение уставного капитала Россельхозбанка	75,0	2,2	0,20
увеличение уставного капитала ОАО «Росагролизинг»	29,0	0,9	0,10
увеличение уставного капитала ОАО АИЖК	60,0	1,8	0,20
увеличение уставного капитала Внешэкономбанка	75,0	2,2	0,20
имущественный взнос в ГКО «Агентство по страхованию вкладов»	200,0	6,0	0,50
Субординированные кредиты, предоставленные:	450,0	13,5	1,13
Внешторгбанку	200,0	6,0	0,50
Россельхозбанку	25,0	0,7	0,06
иным банкам	225,0	6,7	0,57
Субсидирование процентных ставок для предприятий агропромышленного комплекса	18,07	0,5	0,05
Поддержка авиакомпаний	32,0	1,0	0,08
Поддержка отрасли автомобилестроения	39,0	1,2	0,10
Поддержка экспорта промышленной продукции	6,0	0,2	0,02
Развитие малого и среднего бизнеса	6,2	0,2	0,02
На проведение активной политики на рынке труда и содействие занятости	43,7	1,3	0,11
Увеличение пособия по безработице	35,0	1,0	0,09
Оборонно-промышленный комплекс	50,0	1,5	0,13
Предоставление возможности использования средств материнского капитала на погашение основного долга и уплату процентов по кредитам или займам, в том числе ипотечным, на приобретение или строительство жилья	26,3	0,8	0,07

Источник: Минфин России.

квартир для военнослужащих и социально уязвимых категорий граждан. Принято решение о предоставлении в 2009 г. государственных гарантий предприятиям реального сектора экономики в размере 300 млрд руб.

Меры налогово-бюджетной политики, направленные на преодоление последствий мирового финансового кризиса, предполагается осуществить в сумме 175 млрд руб. за счет остатков бюджета на начало 2009 г., остальные — за счет перераспределения расходов внутри установленных параметров бюджета.

На начальном этапе для поддержки банковской ликвидности Минфин России размещал свободные средства федерального бюджета на депозитах коммерческих банков (см. рис. 10). Кроме того, в 2008 г. на внутреннем финансовом рынке были размещены средства ГК «Фонд ЖКХ» (180 млрд руб.), ГК «Роснано» (130 млрд руб.), а также Фонда национального благосостояния (175 млрд руб.).



Рис. 10

Важное место среди неотложных мер по поддержанию банковской ликвидности заняли операции предоставления Банком России кредитов коммерческим банкам без обеспечения. Данные операции охватывают широкий круг банков, имеющих кредитные рейтинги международных и/или российских рейтинговых агентств. По состоянию на 19 января 2009 г. их объем оценивается в 1,7 трлн руб.

В 2008 г. из федерального бюджета выделено 200 млрд руб. в виде имущественного вноса в ГК «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ) для капитализации проблемных банков, а также открыта кредитная линия без лимита Банком России АСВ на цели поддержки банков, которые испытывают проблемы. На 14 января 2009 г. использовано 114,3 млрд руб. за счет кредитной линии Банка России и 32,2 млрд руб. за счет средств АСВ.

В качестве антикризисной меры увеличен объем страхования вкладов населения с 400 тыс. до 700 тыс. руб., Банку России предоставлены полномочия по страхованию межбанковских кредитов за счет собственных средств. Правительством РФ снижены темпы увеличения тарифов на газ и услуги железнодорожного транспорта.

С учетом нового макроэкономического прогноза правительство будет вносить корректировки в бюджет. В 2009 г. не только появится дефицит бюджета, но его величина будет существенна с учетом необходимости проведения антикризисных мер. 2010–2011 гг. должны стать годами выхода на более приемлемую величину дефицита с точки зрения долгосрочной макроэкономической устойчивости. В 2010 г. дефицит не должен превысить 5% ВВП, а в 2011 г. — 3% ВВП.

При разработке антикризисных программ необходимо учитывать накопленный мировой опыт борьбы с кризисами. Он свидетельствует о том, что помощь должна предоставляться лишь тем компаниями и банкам, которые испытывают временные трудности, но сохраняют платежеспособность. Практика доказывает, что неизбирательное предоставление государственной поддержки предприятиям и банкам безотносительно к состоянию их балансов не ускоряет выход из кризиса и не смягчает его последствия⁶. Напротив, такая политика увеличивает потери от текущего кризиса и повышает вероятность возникновения нового кризиса в будущем, поскольку подрывает стимулы экономических агентов к проведению ответственной политики при реальной оценке всех рисков. Кроме того, стоимость предоставляемой поддержки должна распределяться между государством и владельцами спасаемых компаний. В случае если государство полностью берет всю поддержку на себя, оно фактически неоправданно передает средства налогоплательщиков владельцам компаний.

Отдельного обсуждения заслуживает вопрос об увеличении доли государственной собственности в финансовом секторе в мировом масштабе. В рамках антикризисных программ значительная его часть перешла от частных владельцев под контроль государства. К концу 2008 г. в большинстве развитых стран правительства стали крупнейшими собственниками финансовых институтов: под их контролем оказалась примерно $\frac{1}{4}$ данного сектора⁷. Возникает закономерный вопрос: если чрезмерная склонность частных банков к рискам в конечном счете привела к кризису и потребовала чрезвычайных мер со стороны государства, не следует ли взять курс на повышение его роли как финансового посредника?

Опыт ряда стран позволяет дать обоснованный ответ на этот вопрос. Многочисленные межстрановые исследования⁸ убедительно свидетельствуют, что частные банки существенно более эффективно, чем государственные, распределяют финансовые ресурсы в экономике, имеют меньшую маржу (разность между стоимостью привлеченных и предоставленных кредитных ресурсов) и, более того, снижают степень финансовой нестабильности (в том числе вероятность банковского кризиса). Вот почему многие страны стремятся приватизировать свои банки. Анализ подтверждает, что после приватизации показатели эффективности банков существенно улучшаются⁹.

⁶ Claessens S., Klingebiel D., Laeven L. Crisis Resolution, Policies and Institutions: Empirical Evidence // Systemic Financial Crises: Containment and Resolution. N. Y.: Cambridge University Press, 2005; Honohan P., Klingebiel D. The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises // Journal of Banking and Finance. 2003. Vol. 27.

⁷ Demirguc-Kunt A., Serven L. Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro and Financial Policies // World Bank Policy Research Working Paper No 4807. 2009.

⁸ Barth J. R., Caprio G., Levine R. Banking Systems around the Globe: Do Regulations and Ownership Affect Performance and Stability? // Prudential Supervision: What Works and What Doesn't / F. Mishkin (ed.). Chicago: University of Chicago Press, 2001; La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. Government Ownership of Commercial Banks // The Journal of Finance. 2002. Vol. 57, No 1.

⁹ Cull R., Shirley M. Bank Privatization in Developing Countries: A Summary of Lessons and Findings // Journal of Banking and Finance. 2005. Vol. 29.

Таким образом, хотя государство вынуждено активно вмешиваться в деятельность финансового сектора, когда возникает угроза системного кризиса, но уже на этой стадии оно должно не только думать об отражении сиюминутных угроз, но и иметь долгосрочный план возвращения ведущей роли частному сектору.

Мировой финансовый кризис выявил необходимость осуществления совместных скоординированных действий со стороны правительств развитых и развивающихся стран по его преодолению и реформированию международных финансовых институтов. Об этом, в частности, говорится в Декларации саммита «Группы 20» по финансовым рынкам и мировой экономике, прошедшего 15 ноября в Вашингтоне. В Декларации содержится поручение правительствам стран «Группы 20» и экспертному сообществу подготовить предложения по совместным действиям, направленным на преодоление мирового кризиса.

Среди мер, которые необходимо осуществить в среднесрочной перспективе, следует выделить следующие:

- выработка новых правил регулирования финансовых рынков, а также требований к макроэкономическим параметрам развития стран по примеру Маастрихтских соглашений;

- расширение финансовых возможностей МВФ, в настоящее время недостаточных для решения задач в кризисной ситуации;

- повышение роли G20 и укрепление его статуса; G7/G8 и G20 должны дополнять друг друга;

- создание единой системы регулирования деятельности рейтинговых агентств;

- создание в финансовой сфере новой международной организации (либо преобразование одной из действующих), члены которой придерживались бы единых правил при осуществлении регулятивной, финансовой, а возможно, и фискальной политики. В настоящее время государства объединяются вокруг Форума финансовой стабильности. Однако он не включает в себя развивающиеся страны, в том числе страны БРИК. Сегодня нужен международный полномочный орган, чьи рекомендации были бы обязательны к выполнению.