

*Л. ГРИГОРЬЕВ,
кандидат экономических наук,
президент Фонда
«Институт энергетики и финансов» (ИЭФ),
декан факультета менеджмента
Международного университета в Москве,*

*М. САЛИХОВ,
завсектором экономических исследований ИЭФ*

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС-2008: ВХОЖДЕНИЕ В МИРОВУЮ РЕЦЕССИЮ

В большинстве стран мира наступающие новогодние праздники пройдут под знаком финансового кризиса и растущей безработицы в реальном секторе. Ипотечный кризис в США за год (с августа 2007 по август 2008 г.) превратился в глубокий финансовый кризис. В III квартале 2008 г. США вошли в рецессию, и стало очевидным, что впервые после кризиса 1974—1975 гг. она охватит весь развитый мир. Глобализация и торговая взаимозависимость уже повлекли за собой снижение темпов роста развивающихся стран. Сохраняется надежда на «автономный» рост в России, Китае, Индии и ряде других крупных государств, характеризующихся емкими внутренними рынками и достаточной отраслевой диверсификацией. Специалисты не ожидают падения ВВП на 40%, как было в США в начале 1930-х годов. Но население, бизнес и правительства вовлеченных стран могут воспринимать угрозу мирового экономического кризиса масштаба Великой депрессии как вполне реальную. Чтобы мрачные прогнозы не реализовались, меры, принимаемые на уровне правительств, должны быть эффективными. При условии стабилизации положения в финансовом секторе, предотвращения резкого усиления торгового (и финансового) протекционизма, координации действий правительств и недопущения глубокого спада в большой группе стран мировую рецессию еще можно удержать в «разумных пределах».

От ипотечного кризиса в США к подрыву доверия в мире

Нынешней рецессии предшествовал едва ли не самый значительный подъем в обозримом прошлом: в 2003—2008 гг. мировой ВВП вырос на треть¹ — даже во вполне удачные 1990-е годы на это ушло восемь лет. Мир отвык от глубоких циклических потрясений, население ведущих стран за последние два десятилетия (кроме стран с переходной экономикой) не страдало от значительной безработицы. Именно в 1990-е годы человечество пришло к постановке

¹ По удельным весам по ППС (данные МВФ).

крупных глобальных задач: защита окружающей среды и климата; борьба с бедностью — Цели Тысячелетия (Millennium Development Goals); информационная революция; формирование массового среднего класса в развивающихся странах; не вполне удачная попытка бесконфликтного существования после исчезновения «советского блока». За двадцать предшествовавших лет мировой ВВП вырос вдвое (несмотря на переходный кризис), и был проведен широко-масштабный эксперимент в области либерализации международной торговли (ВТО), финансовых услуг, потоков труда и капиталов, региональной интеграции (ЕС).

Если следовать старой марксистской теории, то одновременно должны были «накапливаться противоречия». К 2008 г. сформировались условия для циклического кризиса: перенакопление в ходе интенсивного подъема, усиление отраслевых дисбалансов, повышение инфляции (см. рис. 1). Можно утверждать, что подъем утратил свою устойчивость в августе 2007 г., когда затяжной кризис в секторе жилищного строительства США стал переходить в кризис ипотеки и распространяться на финансовый сектор. Именно в этот период начался взлет цен на нефть, металлы и продовольствие, а Россия испытала первый шок кризиса ликвидности.



Рис. 1

Оценки будущего развития мировой экономики становились все более пессимистичными. Проблема «токсичных» американских активов обострялась в течение последующих 12 месяцев; к сентябрю 2008 г. уже было списано несколько сотен миллиардов долларов. После ряда банкротств и слияний в первом полугодии 2008 г. возникла своего рода летняя «отпускная» пауза. К сожалению, она была воспринята как свидетельство стабилизации, причем не только бизнесом, но и, по всей видимости, регуляторами, включая ФРС и Минфин США, МВФ и др. В полном соответствии с историей экономических потрясений последних четырех веков очередной серьезный кризис, несмотря на

множество предсказателей, аудиторов, аналитиков и регуляторов, разразился внезапно².

По-видимому, в крупнейших американских финансовых компаниях, в наибольшей степени пострадавших от кризиса, до последнего момента никто не осознавал степени риска и угрозы для данного бизнеса. Соответственно все денежные власти страны, которая осуществляла самостоятельное регулирование, оказались застигнутыми врасплох³. Необходимо отметить, что ОЭСР не проводил мониторинга системных проблем мировой экономики, в том числе частного финансового сектора. В рамках своего мандата МВФ, который исправно критиковал правительство США за крупные финансовые дисбалансы, изучал инфляционные процессы, а также проблемы макроэкономики и бюджетно-фискальной политики, не имел задачи контролировать возможные системные риски — в основном он работал «в рамках системы».

Экономический подъем сопровождался на последнем этапе классическим, но очень резким взлетом цен на сырье и энергоносители. Слабым звеном при этом оказались не энергетические отрасли, не государственные бюджеты (как во время прежних долговых кризисов), а частные финансовые сектора развитых стран, что особенно удивительно после азиатского кризиса 1997—1998 гг., который способствовал усилению внимания к надзору и регулированию, повышению прозрачности в отчетности финансовых компаний.

Подчеркнем, что рецессия, накопление бюджетных проблем приведут к повсеместному замедлению решения социальных и иных проблем, за исключением представляющих немедленную угрозу стабильности стран, правительств и элит. Впереди нас ждет чрезвычайно опасный период (чем длиннее рецессия — тем опаснее) в социально-политическом состоянии мира. Предшествующий двадцатилетний экономический рост и сам его характер в огромной степени изменили мир. Теперь эти достижения должны пройти проверку на прочность — можно предположить, что будут существенно пересмотрены приоритеты развития как правительствами, так и населением, произойдет поворот к решению насущных проблем выживания в условиях кризиса. За два десятилетия в странах ОЭСР и многих развивающихся странах выросли целые поколения, которые не сталкивались с большой безработицей (каждые 5—7 лет), жили при больших бюджетных возможностях и даже без «холодной войны».

Смягчение последствий финансового кризиса и поиск выхода из рецессии без больших потерь для основных групп стран — принципиальный путь сохранения стабильности и собственно ограничения масштабов кризиса. Прогнозы и оценки роста с весны до конца 2008 г. быстро менялись — прогнозисты абсорбировали плохие новости, а последние, в свою очередь, постепенно изменяли ожидания

² См.: *Kindlberger Ch. P. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises.* Wiley, 2005.

³ Фактически регуляторы США на основе «Патриотического акта» в значительной степени регулировали многие мировые финансовые потоки, ЕС имеет свою систему регулирования, а остальной мир оказался предоставленным наблюдению со стороны МВФ и Всемирного банка.

экономических агентов⁴. К началу ноября сформировался прогноз на 2009 г., согласно которому в развитых промышленных странах начнется умеренная рецессия (см. табл. 1). Можно выделить несколько причин мирового финансового кризиса.

Т а б л и ц а 1

**Динамика ВВП по основным регионам и странам,
1990—2009 гг. (в %)**

	1990— 2002	2002— 2008	2005	2006	2007	2008*	2009*
Мир	42,3	33,9	4,5	5,1	5,0	3,7	2,2
Развитые страны	37,2	17,6	2,6	3,0	2,6	1,4	-0,3
ЕС	29,5	17,0	2,2	3,3	3,1	1,2	-0,5
США	41,7	18,3	2,9	2,8	2,0	1,4	-0,7
Япония	19,3	12,1	1,9	2,4	2,1	0,5	-0,2
Развивающиеся страны	51,3	59,7	7,1	7,9	8,0	6,6	5,1
Бразилия	24,7	30,3	3,2	3,8	5,4	5,2	3,0
Россия	-33,0	59,2	6,4	7,4	8,1	6,8	3,5
Индия	89,4	70,5	9,1	9,8	9,3	7,8	6,3
Китай	203,0	99,9	10,4	11,6	11,9	9,7	8,5
Мировой промышленный экспорт	106,7	53,9	7,6	9,4	7,2	4,6	2,1

* Оценки.

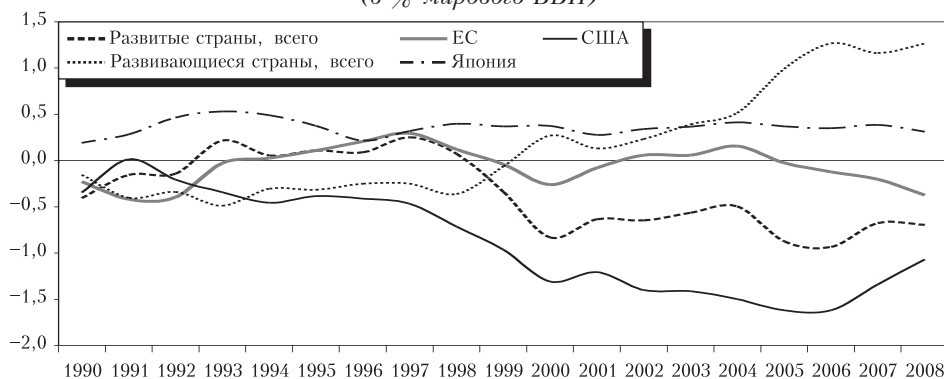
Источник: МВФ, прогноз на 2009 г. (IMF WEO Update. 2008. Nov. 6).

Высокие темпы экономического роста в мире с начала 2000-х годов на фоне глубоких дисбалансов в сфере сбережений и накопления. В текущем цикле обострились системные проблемы в функционировании глобальной финансовой системы. С одной стороны, огромный накопленный отрицательный платежный баланс в США (с 1999 г. — задолго до роста цен на нефть) и в ЕС (с 2006 г.), а с другой — растущее положительно сальдо развивающихся стран, исчисляемое в триллионах долларов, или около 1,2% мирового ВВП (см. рис. 2). Поток сбережений из развивающихся стран — в основном Китая, Индии, стран-экспортеров нефти и России — составлял в последнее десятилетие примерно 1% нормы накопления развитых стран, компенсируя нехватку собственных сбережений.

Отрицательные реальные процентные ставки в развитых странах. Мягкая денежно-кредитная политика в условиях глобального замедления инфляции, а также приток капитала из развивающихся стран способствовали тому, что в течение большей части 2000-х годов реальные процентные ставки в развитых странах были отрицательными. Это привело к возникновению «пузырей» на рынках ряда активов — фондовом, недвижимости и т. д. Свою роль сыграло и отсутствие традиционного биржевого кризиса в США в середине 1990-х годов, который бы сократил размеры «пузырей». Биржевой кризис 2000 г., казалось, в какой-то степени снял эту проблему, но ситуация в конечном счете лишь ухудшилась. Бывший руководитель ФРС А. Гринспен уже

⁴ С точки зрения теории распространения информации можно предположить, что в 2008 г. скорость пересмотра решений в фирмах была значительно выше, чем в 1929, 1958 или даже в 1975 гг.

Сальдо счета текущих операций, 1990—2008 гг.
(в % мирового ВВП)



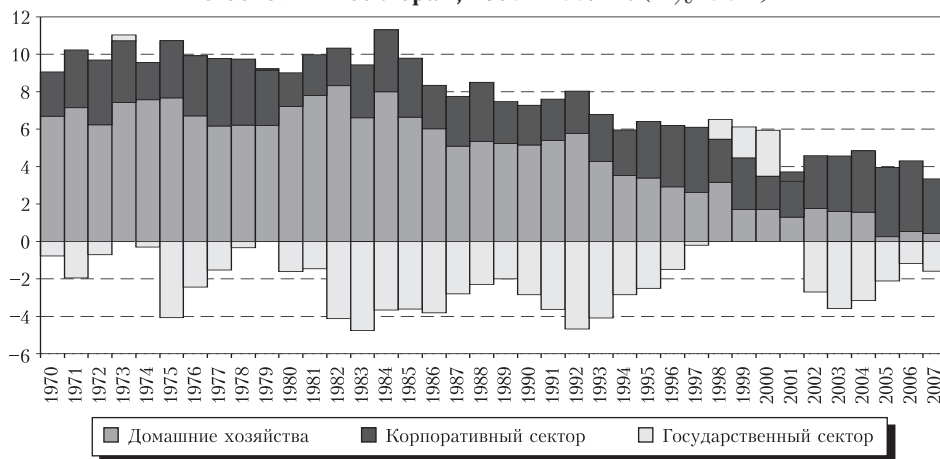
Источник: МВФ.

Рис. 2

признал, что часть вины за искусственное раздувание сферы ипотечного кредитования в этот период лежит на политике излишне длительного стимулирования роста с помощью низких ставок рефинансирования (перед выборами 2004 г.). «Ипотечный пузырь» оказался намного более стойким и «токсичным», чем обычные биржевые, и явно усилил обычные факторы вхождения в спад.

Каждый элемент этого кризиса по отдельности, вероятно, не смог бы создать такие проблемы, но в силу определенной политики (включая войну в Ираке) структурные дисбалансы в экономике США в течение последних лет увеличились до опасного уровня. В результате основные дефициты — торговый, счета текущих операций и бюджетный — быстро росли. В долгосрочной перспективе сохранять такое положение было невозможно, о чем предупреждали многие экономисты. В то же время исследователи часто упускают из виду важнейший структурный дисбаланс в США — практически нулевую норму сбережений домашних хозяйств

Уровень чистого сбережения экономики США
по основным секторам, 1970—2007 гг. (в % ВВП)



Источники: ВЕА, расчеты ИЭФ.

Рис. 3

(см. рис. 3). С начала 1980-х годов уровень их сбережения устойчиво сокращался при достаточно высоком росте потребления. Чистым сберегающим агентом выступал в стране лишь корпоративный сектор, растущая часть внутренних капиталовложений фактически финансировалась за счет внешних источников — финансовых ресурсов других стран.

Ослабление регулирования финансового сектора de facto при внезапном расширении использования новых финансовых инструментов. Общая тенденция к дерегулированию и либерализации финансового сектора способствовала появлению системных рисков, которые стали очевидны лишь в ходе кризиса. Большая часть небанковского финансового сектора (хедж-фонды, инвестиционные банки, фонды прямых инвестиций) находится за пределами традиционного регулирования или регулируется значительно слабее. Новые сложные финансовые инструменты (CDS, CDO, CDO² и т. д.), бурно развившиеся в последние десять лет, не проходили еще теста «на кризисную устойчивость». Финансовая система развитых стран в целом стала в гораздо большей степени полагаться на *краткосрочные пассивы для финансирования долгосрочных активов*. В основе этих представлений лежал опыт функционирования в условиях длительного периода «дешевых денег» и ликвидных краткосрочных кредитных рынков. Вывод таких обязательств за баланс позволяет «приукрасить» текущую отчетность, однако не снимает фактической зависимости банков от кредитных рынков. Таким образом, финансовая система, которая в результате новаций должна была снизить риски за счет более равномерного их распределения, стала источником беспримерной кредитной экспансии.

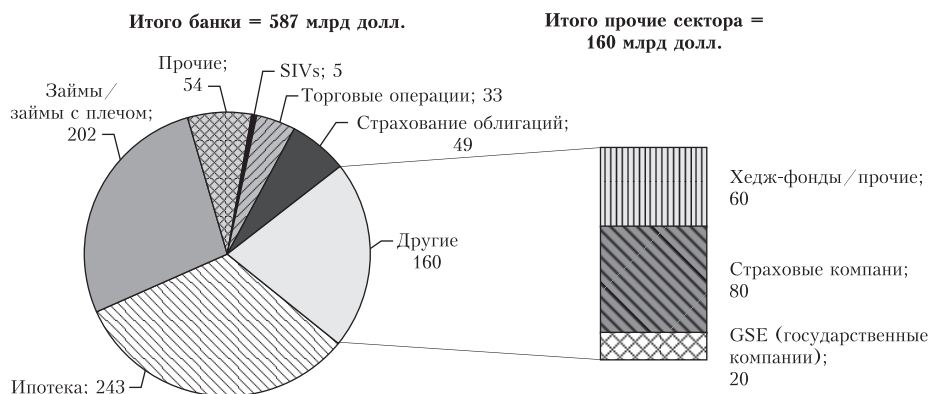
Высокая доходность инвестиционных банков и фондов обеспечивалась благодаря наращиванию объема различных деривативов, но они не были жестко связаны с надежностью базовых активов и при первых потрясениях стали «токсичными». Более того, во многих случаях связь между доходностью базовых активов и производных инструментов носит сложный нелинейный характер, поэтому падение стоимости первых приводит к гораздо более сильному эффекту для стоимости деривативов. В ряде случаев, перераспределяя и снижая риски отдельных сделок, они создали системную угрозу.

Сегодня мы наблюдаем исчезновение важнейших финансовых учреждений и целых отраслей: например, фактически прекратили свое прежнее существование инвестиционные банки в США. Если удастся ограничить величину дальнейших потерь в данной сфере, это положительно скажется на краткосрочных перспективах развития финансового кризиса и масштабах передачи отрицательных импульсов в реальный сектор — бизнесу.

Первый этап кризиса — с июля 2007 г. до августа 2008 г. — характеризовался развитием американского ипотечного кризиса, списанием огромных средств по «плохим» закладным банками и первыми банкротствами. Только за это время мировая финансовая система понесла потери в сумме примерно до 800 млрд долл. (часть их представлена на рисунке 4).

Второй этап — кризис ликвидности — идет «всплесками», но с середины сентября 2008 г. он приобрел определенную устойчивость.

Объем убытков в мировой финансовой сфере по типу секторов и видам операций, июль 2007 — август 2008 гг. (млрд долл.)



Источник: GFSR, IMF (Oct. 2008).

Рис. 4

Банки торгуют только «чужими» деньгами центральных банков, но своих никому не доверяют. Явной ошибкой регуляторов США стало согласие на банкротство Lehman Brothers. Оно было дано исходя из корректных теоретических соображений — предотвратить «моральный риск», то есть не снимать ответственности с участников рынка. Но это же свидетельствует о недостаточном понимании глубины нынешнего кризиса: это банкротство напугало всех, так как показало, что больше нет надежных брендов.

Третий этап — паралич кредита, вытекающий из кризиса ликвидности и недоверия внутри банковской системы. Чем дольше он продолжается, тем больше вреда наносит текущей экономической деятельности, но особенно — будущим капиталовложениям.

Произошел *системный провал* всех органов надзора, анализа и контроля финансовых рынков. Суть проблемы заключается в неспособности институтов и рынков адекватно оценивать совокупность рисков. Оказалось, что они могут отслеживать только частичные риски, но *системных угроз не видят*. Потеря доверия к регуляторам и финансовым властям увеличивает риски панического поведения домашних хозяйств и фирм, бегства от тех или иных валют, усиливает угрозу набега на банки, то есть усугубляет проблемы. Тем самым резко снижается эффективность действий регуляторов и закрепляется всеобщая утрата доверия⁵. Общий кризис доверия стал самостоятельным фактором, определяющим низкую эффективность предпринимаемых мер. Доверие подорвано не только к тем или иным финансовым инструментам и институтам, но и в целом к регуляторам и экономическим ведомствам. Оказались неработоспособными традиционные (действенные при «малых» шоках) методы успокоения и оживления рынков (вроде понижения процентных ставок). Видимо, в течение определенного времени биржа уже не сможет

⁵ Свою роль сыграли и неудачные методы решения ряда проблем в США, например масштабные призывы голосовать за «План Полсона» в Конгрессе под угрозой финансовой паники и многомиллионной безработицы.

выступать как источник информации о надежности и доходности фирм и их инструментов. Многие, если не все, меры текущей экономической политики из проверенных десятилетиями и учебниками подходов превратились в эксперименты по восстановлению доверия.

Мировой финансовый кризис находится в своей острой фазе уже более трех месяцев и усиливает наступающую экономическую рецессию. Кризис доверия сохраняется практически во всех развитых странах и открытых экономиках (странах с переходной экономикой). Кредитный коллапс в ведущих финансовых центрах не преодолен, масштабные вливания ликвидности лишь предотвратили массовые банкротства. Нет сомнений, что мы имеем дело не с «рядовыми» биржевым и банковским кризисами рецессии, но с системным кризисом, который затронет всю финансовую систему мира. За три осенние месяца она изменилась больше, чем за предыдущие 20 лет.

Российский финансовый кризис: взрыватель чужой, но порох свой

Подъем в российской экономике в 1999–2008 гг. базировался на использовании преимущественно старых мощностей, определенного запаса рабочей силы, что обеспечило условия для высоких темпов роста при низкой норме накопления в 18–19% ВВП (только в 2007 г. она поднялась до 21%). Опора на самофинансирование, низкая капитализация банковской системы, серьезное отставание развития рынка корпоративных облигаций не позволяли активнее использовать национальные сбережения.

Вложения в основной капитал определяют капиталоемкость экономики и выступают базой ее модернизации. Наращивание инвестиций — одна из первоочередных задач для поддержания высоких темпов экономического роста. В последние годы динамика инвестиций в России существенно увеличилась и в 2007 г. превысила 20% в реальном выражении. Сохранение высокой инвестиционной активности и резкий рост инвестиций в основной капитал — важный приоритет государственной экономической политики. Вместе с тем нередко упускается из виду вопрос об источниках финансирования вложений, их структуре, стоимости привлечения и устойчивости финансовых потоков.

По данным за 2007 г., около 42% инвестиций в основной капитал в России финансировалось за счет собственных средств предприятий, тогда как в 2000 г. эта доля достигала 50%. Даже при самых благоприятных условиях собственные ресурсы предприятия ограничены размерами текущей прибыли и амортизации. Если норма прибыли на осуществляемые инвестиции выше стоимости привлечения капитала, то рационально заимствование средств из внешних источников. Сохранение высоких темпов инвестиционной активности фактически подразумевает расширенное их использование. Отметим, что в большинстве стран мира бюджетные инвестиции не превышают 3–4% ВВП, а в российских условиях особенно обоснованны сомнения в их экономической эффективности по сравнению с вложениями частного сектора. На фоне подъема

2000-х годов целый ряд проектов не получал финансирования, причем главным образом в области инфраструктуры и машиностроения; для них требовались прежде всего долгосрочные облигационные займы⁶.

Привлечение ресурсов для финансирования инвестиций может осуществляться как через банковскую систему с использованием кредитных механизмов, так и непосредственно на рынках капитала. Это является одной из ключевых функций финансовой системы. Они были перечислены Дж. Стиглицем в работе, посвященной проблемам стран с переходной экономикой (эти функции важны в комплексе)⁷:

- передача ресурсов (капитала) от сберегающих агентов к заемщикам и инвесторам;
- агломерация капитала, поскольку проекты требуют больше капитала, чем может быть у одного или группы сберегающих агентов;
- отбор проектов;
- мониторинг использования средств в рамках проекта;
- обеспечение выполнения контрактов (возврата);
- передача, разделение, агрегирование рисков;
- диверсификация рисков.

Очевидно, в российской финансовой системе эти функции выполняются не слишком хорошо, что особенно заметно в случае сложных и крупных проектов. Один из основных принципов финансового менеджмента — согласование временной структуры источников финансовых ресурсов и их использования. Это означает, что долгосрочные вложения в основной капитал целесообразно финансировать за счет долгосрочных пассивов. Мы исходим из того, что экономические агенты действуют рационально и в целом придерживаются этой логики. В то же время важной функцией банковской (или, в более общем плане, финансовой) системы является формирование «длинных» активов (кредитов) за счет краткосрочных пассивов, то есть она сама может продуцировать дополнительные «длинные» деньги, не обеспеченные долгосрочными ресурсами. При достаточно устойчивой структуре краткосрочных источников можно формировать «длинные» вложения, однако одновременно увеличиваются и риски. В короткие периоды благоприятной конъюнктуры так «жить можно», но любое ужесточение внешних условий ставит работу системы под угрозу.

В период после краха 1998 г. российский финансовый сектор существенно вырос, но при этом не был решен целый ряд важнейших структурных проблем. Длительность кредита, как банковского, так и облигационного, осталась небольшой (выросла с одного года до трех лет и снова стала снижаться в 2008 г.). Возможность привлечения долгосрочных облигационных займов на домашнем рынке по-прежнему ограничена. Пенсионная реформа так и не дала значительных («длинных») средств экономике. Динамика биржевых индексов при малом обороте акций (75% и более удерживается основным собственником в силу наличия блокирующего пакета) чрезвычайно зависима от небольших потоков иностранного

⁶ См.: Григорьев Л. М., Гурвич Е. Т. Проблемы накопления // Стратегия России. 2005. № 5.

⁷ Stiglitz J. Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies. San Francisco: ICS Press, 1993. P. 9—10.

спекулятивного капитала. Не решена главная задача — использование собственных сбережений страны на цели развития⁸.

Большинство слабостей российской финансовой системы были известны давно, но игнорировались на фоне быстрого экономического роста и растущей нефтяной ренты. В данной связи можно вспомнить, например, список рекомендаций 2003 г., который в ряде случаев с запозданием на пять лет реализуется в условиях кризиса: налоговые льготы для увеличения капитала банков; использование привилегированных акций; запуск инфраструктурных облигаций; отмена блокирующих пакетов акций; налоговые стимулы для инновационных венчуров и т. п.⁹

Время для создания институтов и инструментов развития, укрепления национальных банков и рынка корпоративных облигаций было упущено. Вместо реализации модели финансовых рынков, направленной на развитие страны с учетом ее реальных проблем, сложилась система вывоза прямого частного капитала, накопления государственных резервов (синдром нищеты 1990-х годов) и заимствования за рубежом портфельного капитала. Эта система разрасталась по мере наращивания доходов страны, все больше увеличивая масштабы «глобализации» национального инвестиционного процесса.

Т а б л и ц а 2

**Привлечение средств в РФ за счет еврооблигаций
и синдицированных кредитов (млрд долл.)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Нетто-выпуск еврооблигаций	-1,2	-0,2	3,3	7,5	9,8	17,1	21,9	38,1
финансовый сектор	-0,9	0,4	0,4	5,2	7,6	16,3	20,2	34,6
нефинансовый сектор	-0,3	-0,6	2,9	2,3	2,2	0,8	1,7	3,5
Синдицированные кредиты	3,7	2,2	4,1	7,4	13,4	38,8	33,8	62,7
финансовый сектор	0,7	0,4	0,8	1,5	2,7	6,7	13,0	11,3
нефинансовый сектор	3,0	1,8	3,3	5,9	10,7	32,1	20,8	51,4

Источники: BIS, Cbonds, оценки и расчеты ИЭФ.

Т а б л и ц а 3

**Привлечение средств на внутренних рынках капитала РФ
(млрд руб.)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Внутренние облигации	н/д	н/д	н/д	48,8	76,9	134,0	319,7	550,9
финансовый сектор	н/д	2,9	1,2	5,9	11,6	16,7	68,9	109,4
нефинансовый сектор	н/д	н/д	н/д	42,9	65,3	117,3	250,8	441,5
Выпуск акций	0,5	0,3	1,3	0,6	2,5	6,5	19,6	31,2
финансовый сектор	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,6
нефинансовый сектор	0,5	0,3	1,3	0,6	2,5	6,5	19,6	19,6

Источники: BIS, Cbonds, РБК, оценки и расчеты ИЭФ.

⁸ См.: Григорьев Л. Инвестиционный процесс: накопленные проблемы и интересы // Вопросы экономики. 2008. № 4. С. 54–57.

⁹ Доклад группы экспертов, представленный в МЭРТ: Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М.: ТАСИС, 2003. С. 32–33; см. также: Григорьев Л. М., Гурвич Е. Т., Саватюгин А. Л. Финансовая система и экономическое развитие // МЭиМО. 2003. № 7.

Естественно, затруднения с портфельным заимствованием за рубежом при отсутствии национальных механизмов реинвестирования экспортных доходов сделали систему накопления в стране довольно неустойчивой. Как видно из данных таблиц 2 и 3, зарубежные заимствования выросли в 2007 г. до 100 млрд долл. — в пять раз больше привлеченных внутренних ресурсов.

Нерешенные проблемы развития финансовой системы сказались уже во время годовичного периода втягивания в кризис. С августа—сентября 2007 г. российские банки столкнулись с проблемой ликвидности и сжатия внешнего кредита. Одновременно отечественные компании на пике мирового подъема получали все большие доходы от экспорта нефти, газа и металлов, что стимулировало самофинансирование в инвестиционных проектах. На этой базе биржевые индексы росли до мая 2008 г., что позволило российским банкам по-прежнему занимать за рубежом, а корпорациям — проявлять активность в области слияний и поглощений (типично для конца биржевого бума), кредитую эти сделки под залог пакетов акций. Близорукость такого подхода к финансированию крупных сделок стала ясна осенью, когда margin calls поставили ряд компаний на грань смены собственника и вынудили государство «выкупать» крупных собственников у западных кредиторов.

Как видно на рисунке 5, вплоть до II и даже III кварталов 2008 г. в России продолжался параллельный процесс накопления корпоративной задолженности перед зарубежными финансовыми институтами и государственных резервов. Робкие просьбы банков о доступе к последним воспринимались денежными властями как покушение на свои сакральные запасы и попытку усилить инфляцию. Процесс накопления основного капитала остановился еще до обострения финансового кризиса в мире. Прирост капиталовложений во II—III кварталах уже



Источники: Банк России, ФСГС, расчеты ИЭФ.

Рис. 5

был незначительным, а с августа стал отрицательным — спад капиталовложений начался еще до кризиса ликвидности в сентябре 2008 г.

В России сложился редкий в современную эпоху перекося в распределении сбережений между государством, бизнесом и населением. В отличие от развитых стран более половины сбережений страны находятся у государства. Задача увеличения нормы накопления с 21% (2007 г.) даже до 24–28% ВВП может быть решена только за счет значительного увеличения частных эффективных вложений (тем более до уровня свыше 32%, как предполагается в Концепции долгосрочного развития-2020). Это требует принятия комплексных мер в области экономической политики, а не просто экспансии государственных расходов. В частности, необходимо существенно укрепить права собственности, снизить административные барьеры на местах и в центре и пр.

Активное расширение накопления предполагает сбалансированное существование двух элементов — *активов накопления*, то есть инвестиционных проектов, имеющих реальную экономическую ценность, и *ресурсов накопления*, то есть источников финансирования этих активов. Для достижения желаемого результата развитие обоих элементов должно быть согласованным и соразмерным.

До августа 2008 г. в России в основном проводилась традиционная макроэкономическая политика борьбы с инфляцией с существенным сжатием М2 и денежной базы. Борьба с инфляцией после нескольких лет подъема сжимает кредит и делает систему менее устойчивой к воздействию внешних шоков — так и произошло в России в этом году. В условиях замедления динамики денежной массы и денежной базы, а также кредитных ограничений уже наблюдается существенное падение темпов роста инвестиций в основной



Источники: Банк России, расчеты ИЭФ.

Рис. 6

капитал (13,1% за январь—сентябрь 2008 г. по сравнению с 21,3% за тот же период 2007 г.).

Хотя были предприняты серьезные шаги по увеличению краткосрочной ликвидности банков, но угроза инфляции налагала (как и во всем мире) серьезные ограничения на свободу принятия решений. Победить инфляцию классическим сжатием денежной массы (см. рис. 6) вплоть до кризиса так и не удалось, зато банки столкнулись с серьезными проблемами уже летом, до начала острого периода мирового кризиса ликвидности.

В 2007—2008 гг. была создана система поддержки ликвидности банков, но меры, направленные на переключение экономических агентов на внутренние источники финансирования, не принимались. «Скупой платит дважды» — средства, сэкономленные в период высоких цен на нефть, пришлось быстро тратить для поддержки банков, в ходе биржевой паники и защиты курса рубля.

В целом Россия встретила мировой финансовый кризис с большими государственными резервами и слабой финансово-кредитной системой. В острой фазе кризиса крупнейшие финансовые группы оказались в полной зависимости от государства, поскольку увязли в краткосрочном заимствовании за рубежом под залог своих быстро падавших в цене акций. Руководство страны встало перед нетривиальным институциональным выбором: позволить иностранным держателям залогов получить контроль над огромной долей российских активов или платить за частный бизнес. Выбор в пользу второго пути дал государству огромные рычаги в национальной экономике — намного большие, чем могли мечтать любые сторонники ренационализации.

Обострение мирового финансового кризиса застало российскую экономику в точке перехода к модернизации. Принципиальная слабость частной финансовой системы России и зависимость от внешнего кредитования при накоплении огромных государственных финансовых резервов и значительном вывозе капитала усилили подверженность отечественной экономики внешним шокам.

В ходе противостояния финансовому кризису важно не только адаптироваться к новым согласованным решениям «Группы 20», но и модернизировать отечественную финансовую систему. Мировой финансовый кризис неожиданно для многих оказал крайне негативное влияние на российскую экономику. Падение фондового рынка было одним из сильнейших даже среди развивающихся стран. Пакет антикризисных мер, принятый властями в оперативном порядке, предусматривает вливание в экономику огромных средств, однако его эффективность в ряде случаев вызывает вопросы. Более того, размеры «антикризисного пакета» (до 1,5% ВВП страны), а также быстрое сокращение валютных резервов вызвали озабоченность на мировых финансовых рынках и привели к ослаблению положения России и российских эмитентов на мировых площадках. Мы полагаем, что такая «избыточная» реакция российского рынка отражает фундаментальные проблемы национальной финансовой системы, выступает платой за прежнюю «иллюзию ее адекватности». Необходимо использовать сложившуюся ситуацию для повышения ее устойчивости к внешним шокам после кризиса.

Осенняя «плавка токсичных активов» и тщетные поиски доверия

Финансовый кризис с сентября 2008 г. стал еще сильнее воздействовать на реальный сектор экономики во всем мире. Сжатие кредита ударило по отраслям, наиболее зависящим от текущего долгового финансирования, особенно на уровне конечного спроса, — строительству и автомобилестроению, затронуло розничные сети и сферу кредита. Тем самым включился самый, наверное, опасный механизм саморазвития кризиса — передача снижения спроса по отраслям через внешнюю торговлю. Падение реального импорта в США в 2008 г. более чем на 2% и рост экспорта (при слабом долларе) на 8,5% стали сильным средством экспорта американской рецессии. За несколько месяцев вслед за падением биржевых индексов был проколот «пузырь» цен на металлы и стройматериалы как в мире, так и в России. Началось повсеместное сокращение заказов и расходов на капиталовложения.

Неэффективность мер борьбы с банковским и биржевым кризисами — наиболее наглядными для домашних хозяйств и фирм — обусловила перемены в поведении экономических агентов. Вместо максимизации дохода в средне- или долгосрочном периоде (как это предписано теорией) все стали дружно переключаться на спасение своих активов путем превращения их в ликвидную форму или перевода в более надежные банки и страны¹⁰. Замораживание кредита опасно даже на короткий период времени. Тем более паралич биржи, межбанковского кредита, банкротство или неопределенность будущего многих крупнейших кредитных институтов, сообщения о снижении производства и спроса заставляют пересмотреть едва ли не все программы расширения производства и накопления. Инвестиционный процесс всегда становится основной жертвой кризиса (вслед за биржей). Временная стабилизация биржевых индексов на все более низких уровнях не означает решения проблем — история биржевых кризисов и осенние события указывают, что падения возобновляются вне зависимости от действий финансовых властей (см. рис. 7).

К концу 2008 г. списано уже намного больше 1 трлн долл. «токсичных активов», но впереди еще списания, сравнимые по масштабам: каждый шаг кризиса делает «токсичными» дополнительные группы активов. Передача кредитного паралича в реальную экономику происходит очень быстро через падение спроса на ряд товаров и ограничение кредита. Цены на сырьевые товары на мировых рынках снижаются в полном соответствии с историей и теорией.

Слабость российской биржи, ее зависимость от зарубежного спекулятивного капитала выразились сначала в продолжении роста индексов до мая, а потом — в практически неудержимом падении осенью. Для страны с сырьевым и энергетическим экспортом в этом нет ничего удивительного. Но при крайне малом свободном обращении акций

¹⁰ Одной из форм такого бегства осенью этого года стал перевод активов многими иностранными агентами в американские правительственные облигации с готовностью согласиться на отрицательный доход ради надежности. Это привело, в частности, к странному для наблюдателей укреплению доллара в разгар кризиса.

Динамика индекса S&P 500 и основные события 2008 г.



Источник: S&P.

Рис. 7

ведущих компаний, отсутствии массового национального индивидуального акционера, который вкладывал бы средства «вдлинную», трудно было ожидать, что инвесторы, зарубежные или даже отечественные, смогут выстоять в такой неблагоприятной среде.

На фоне падения объемов производства, торговли и капиталовложений продолжается борьба национальных властей, крупного бизнеса и международных организаций с мировым финансовым и экономическим кризисом. Назовем три основных рубежа, на которых она ведется с сентября 2008 г. при продолжающемся кредитном параличе:

- предотвращение крушения важнейших кредитных институтов с помощью «мягкой национализации»;
- предотвращение набега на сберегательные учреждения;
- предотвращение протекционизма в мировой торговле.

В ходе финансового кризиса важно поддерживать привычную систему крупных, системообразующих (и мелких) финансовых институтов. Она должна уже самым своим существованием предотвращать панику и поддерживать устойчивые отношения с клиентами. Ключевые, или опорные, страховые (перестраховочные) фирмы, которые могли бы похоронить при своем банкротстве также и массу связанных с ними клиентов, должны быть спасены. На данном этапе вход государства через предоставление бюджетных средств в капитал этих учреждений выглядит как чисто спасательная операция. Но она носит очень рискованный характер — в развитых рыночных демократиях такие меры давно не принимали. Парламенты (партии на выборах) скорее всего потребуют потом, после завершения кризиса, дать отчет о поддержке «жирных котов», как это уже наблюдалось в американском Конгрессе. Непонятны правила поведения регуляторов, сталкивающихся с конфликтом интересов; отсутствует четкая стратегия «выхода». Сейчас мы имеем дело с операциями, которые в дальнейшем

могут оказать и отрицательное воздействие на финансовые рынки¹¹. Идея эффективности частных банков в нормальных условиях остается правильной. Чрезмерное огосударствление банковской системы должно снижать ее эффективность, но крупные инфраструктурные проекты потребуют государственного участия, во всяком случае за пределами англо-саксонских стран.

Пока удалось предотвратить массовые набеги вкладчиков на сберегательную систему (кроме Украины и Исландии). В то же время «финансовый национализм» привел к увеличению защиты депозитов, национализации или «тихой» скупке (в частности, в России) зашатавшихся банков¹². Вместе с тем при дальнейшем развитии кризиса в реальной экономике потери в сберегательной системе будут накапливаться, как и в области ипотеки.

Немало проблем накопилось и в сфере регулирования. Необходимые меры охватывают раскрытие информации, уменьшение возможностей уводить большие обязательства с баланса на специальные счета, что

Т а б л и ц а 4

Номинальная стоимость (notional value) производных финансовых инструментов, США, 1998—2008 гг. (трлн долл.)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Июнь 08
Всего,	80	88	95	111	142	197	258	298	415	595	684
в том числе:											
контракты на валюту	18	14	16	17	18	24	29	31	40	56	63
форварды	12	10	10	10	11	12	15	16	20	29	32
валютные свопы	2	2	3	4	5	6	8	9	11	14	16
опционы	4	2	2	2	3	6	6	7	10	13	15
контракты на процентные ставки	50	60	65	78	102	142	191	212	292	393	458
форварды на процентные ставки	6	7	6	8	9	11	13	14	19	27	39
свопы на процентные ставки	36	44	49	59	79	111	151	169	230	310	357
опционы	8	9	9	11	14	20	27	29	43	57	62
контракты, привязанные к акциям	1	2	2	2	2	4	4	6	7	8	10
форварды и свопы	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2	3
опционы	1	2	2	2	2	3	4	5	6	6	8
контракты на сырьевые товары	0	1	1	1	1	1	1	5	7	8	13
золото	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
прочие товары	0	0	0	0	1	1	1	5	6	8	13
страховки от дефолта (credit default swaps)	—	—	—	—	—	—	6	14	29	58	57

Источник: Банк международных расчетов.

¹¹ Например, американское законодательство устанавливает высокую ставку дивидендов по привилегированным акциям, что может вести (особенно в условиях кризиса) к снижению доходности обычных акций банков и затруднениям с восстановлением их курса.

¹² Одной из проблем поддержки банков со стороны государства является сохранение неопределенности в отношении каждого банка в отдельности. Это сдерживает восстановление межбанковского рынка, поскольку его участники выжидают — кто будет спасен, а кто нет.

скрывало истинное положение с долгами и обязательствами коммерческих банков. Требования к отчетности коммерческих банков были намного жестче, чем в случае инвестиционных банков и небанковских учреждений. Также должна быть решена проблема деривативов, под которые не создавали резервов.

Заметим, что пирамида деривативов все еще нависает над экономикой США (см. табл. 4). В частности, при возможном росте банкротств заемщиков возникнет серьезная угроза со стороны «страховок от дефолта», которые выросли с нуля в 2003 г. до 57 трлн долл. в 2008 г. Так что кредитный паралич и постепенный подрыв «токсичных активов» не закончились, и финансовый кризис скорее всего продолжится и в будущем году. Обратное воздействие рецессии в реальном секторе на частные финансы еще только начинается.

Глобальное «водяное перемирие» и российские интересы

«Группа 20» и другие международные форумы высказались против протекционизма в торговой сфере. Но кризис будет протекать неравномерно по отраслям и странам. Давление со стороны населения, избирателей во время предвыборных кампаний, бедных граждан, сильной оппозиции создадут в каждой стране серьезные перераспределительные конфликты. Могут возникнуть соблазны проведения политики «тихого» протекционизма или обвинения «иностранцев» в подрыве национальных интересов и пр. (уже есть первые арестованные за плохие прогнозы). Ряд критически важных отраслей будут спасать, невзирая на расходы и принципы. Поэтому и здесь важно не допустить, чтобы события вышли из-под контроля. Вероятно, можно будет легально применять защитные меры для внутреннего рынка в соответствии с правилами ВТО (Россия от них свободна) при существенной угрозе занятости. Но в случае массового их применения и с учетом медленного рассмотрения этих вопросов в судах это также может создать правовую основу для протекционизма.

Биржевые индексы остаются наиболее драматичным индикатором финансового кризиса. Бесконечные обрушения бирж не проходят бесследно для компаний. Проблема надежных активов для вложений становится все более острой — видимо, пришло время различных полугосударственных институтов. Падение индексов бирж в различных странах к концу ноября 2008 г. фактически сблизилось по порядку величин, если отсчитывать не от индивидуального максимума, а от показателей на конец июля 2007 г. — примерно 40% падения для развитых стран и 60% — для Китая и России (см. табл. 5).

В конце текущего года стали одновременно предприниматься попытки стимулирования экономик едва ли не всех развитых стран мира (и Китая) путем сокращения налогов и увеличения бюджетных расходов, оказания прямой помощи бизнесу (автомобильная промышленность США), принятия первых протекционистских мер (в частности, в России). Тем самым денежным властям пришлось просто пожертвовать борьбой с инфляцией.

Динамика основных фондовых индексов, 2007—2008 гг.

	31.07.2007	31.08.2007	30.09.2007	31.12.2007	31.01.2008	29.05.2008	29.08.2008	29.09.2008	31.10.2008	26.11.2008
S&P 500 (США)	100	101,2	104,9	100,9	94,7	96,2	89,3	80,0	70,0	64,2
Bovespa (Бразилия)	100	99,9	111,4	117,0	105,7	130,9	101,6	90,4	73,2	71,6
Nikkei 225 (Япония)	100	96,1	97,3	88,7	78,8	83,1	75,8	65,3	47,7	45,7
FTSE (Великобритания)	100	99,1	101,7	101,5	92,4	95,2	88,6	77,1	70,0	66,4
Shanghai Comp (Китай)	100	116,7	124,2	117,7	98,0	76,8	53,6	51,3	38,7	42,4
PTC (Россия)	100	97,9	105,6	116,8	97,2	125,4	83,9	61,8	40,0	34,1

Источники: РБК, расчеты ИЭФ.

Дружные заявления лидеров ведущих стран о координации действий в области нейтрализации последствий кризиса пока свелись к призывам бороться против протекционизма, выражению готовности работать вместе и назначению новой конференции на апрель 2009 г. США (и отчасти Великобритания) на данной стадии пытаются поддержать национальные финансовые институты путем частичных вливаний (так, в конце ноября было объявлено о мерах по дополнительной поддержке экономик США и ЕС на сумму соответственно 800 млрд долл. и 200 млрд евро), но при этом хотели бы направить средства стран с большими валютными резервами (Китай и арабские страны, Россия) в МВФ.

Предыдущие переговоры о реформе МВФ показали, что США не готовы уступить или ослабить контроль над международными финансовыми организациями. Так что неясно, будет ли возможность у этой группы стран войти в капитал МВФ и соответственно расширить свои права (даже получить что-то вроде группового «блокирующего пакета?»), или они останутся лишь временными кредиторами. Нет определенности и с тем, что будут вносить в капитал МВФ США при их структурных дефицитах — снова казначейские бумаги? ЕС (особенно Франция) готов «кардинально изменить систему на пути усиления роли государства», однако пока отсутствуют конкретные предложения. Мировые организации (Financial Stability Forum) признают, что «требуются реформы, однако на базе существующих инструментов». В этой ситуации возможная позиция России: «серьезные реформы с понятными практическими предложениями — от лица всех или части развивающихся стран» с учетом новой расстановки сил на мировой арене.

Существует огромная потребность в международной координации мер по противодействию рискам и разрастанию кризиса¹³. Отдельные страны проводят разную политику и придерживаются разных подходов к преодолению кризиса. Это существенно повлияло на скорость и масштабы распространения кризиса. Гармонизация национальных мер в отношении банков, испытывающих трудности во время кризи-

¹³ В решениях «Группы 20» упоминается одинаковый подход к регулированию инструментов национальными и зарубежными рынками, но не ясны способы выполнения этого призыва.

са, также была бы полезной. Сейчас основные усилия ведущих стран направлены на выработку решений, основанных на едином понимании природы кризиса и путей его преодоления. Такая позиция отвечает и интересам России, заинтересованной в создании ясной сбалансированной международной финансовой системы с прозрачными регулирующими механизмами. С этой целью необходимо:

- сосредоточить основные усилия экспертов на анализе усложнившихся финансовых продуктов и рынков и финансовых инноваций;

- выработать единое понимание кризисных процессов не только между властями разных стран, но и между властями и бизнесом, что может быть достигнуто за счет прямых контактов регуляторов с советами директоров и топ-менеджментом компаний;

- наладить постоянный обмен информацией и сотрудничество с целью координации действий, гармонизации законодательства и регулирующих мер.

Полезным шагом для принятия таких решений была бы реализация предложения Д. А. Медведева, озвученного на встрече «двадцатки» в Вашингтоне, о создании «комиссии гуру», которая могла бы выработать свои предложения для «Группы 20». В ее работе, особенно при международном составе крупных бизнесменов, могли бы учитываться интересы многих стран, что было бы хорошей «психотерапией» для измученных рынков. Наконец, нерешенной проблемой остается легитимация любых решений в области реформы мировой финансовой архитектуры. В 1944 г. страны-победительницы во Второй мировой войне на конференции в Бреттон-Вудсе не испытывали проблем с оппозицией. Сейчас мы предвидим мучительный поиск компромисса между традиционными регуляторами, допустившими обвал рынков, и новыми влиятельными игроками в мировой экономике. Перенос решений «Группы 20» на весну дает время для новой американской администрации определиться со своими приоритетами, и позволяет уточнить масштабы кризиса.

На Европейском континенте с его «старомодными» финансами больше стабильности по сравнению с англо-саксонскими странами. Но скорее всего произойдут примитивизация финансов (проектное финансирование, государственные гарантии и т. п.) и ограничение вложений в политически мотивированные проекты. Возможно, это будет первый кризис в мире со снизившимися (в отличие от 1975 г.), но относительно высокими ценами на энергоносители. Привычные перепады цен на экспортные товары и колебания доходов развивающихся стран перестали быть приемлемой платой за «кризисное саморегулирование» рынка. Обрушение сырьевых цен в ходе нынешнего кризиса привело бы к сильной дестабилизации положения многих стран, сокращению капиталовложений и выходу на новый виток роста цен в недалеком будущем.

В сфере координации действий различных стран критически важна длительность рецессии. Если она будет умеренной по глубине, но достаточно длительной, это станет серьезной угрозой «единому фронту борьбы против протекционизма». В России дискуссия о реформе финансовой системы только начинается — ее придется перестраивать как под нужды развития страны, так и под ожидаемые изменения в мировой финансовой архитектуре.