

Ошибки регуляторов и их последствия для финансового рынка

Т.П. ЧЕРЕМИСИНА, кандидат экономических наук, Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск.
E-mail: cherem@ieie.nsc.ru

В статье показаны сложности регулирования современного финансового рынка, с которыми сталкиваются как развитые, так и развивающиеся экономики. Рассмотрены несколько историй ошибок регуляторов, которые привели к серьезным и глубоким кризисам. Проводится оценка действий Центрального банка России в период 2008–2015 гг.

Ключевые слова: регулирование финансового рынка, базовые ставки регулятора, политика количественного смягчения, ошибки регуляторов, инфляция и дефляция, финансовый кризис, денежная масса, денежная база, мультипликатор, девальвация

Регуляторами финансового рынка, надзирающими и контролирующими финансовые операции, выступают центральные (национальные) банки, в США – Федеральная резервная система (ФРС), в еврозоне – Европейский центральный банк (ЕЦБ). Целью их деятельности является поддержание благоприятного инвестиционного климата в стране на основе эффективной процентной политики с помощью таких инструментов, как базовые ставки (учетная, рефинансирования, резервирования, ключевая).

Цели и сложности регулирования

Развивающиеся экономики вынуждены сегодня бороться с инфляцией, а богатые и развитые – с дефляцией. И то, и другое опасно, поскольку ведет к снижению потребительского и производственного спроса. При высокой инфляции спрос на товары и услуги падает; из-за высоких цен на сырье, материалы и оборудование для бизнеса замедляется рост производства; внутренние кредиты вследствие высоких ставок оказываются недоступны компаниям. Дефляция, т. е. снижение индекса цен и повышение покупательной способности местной валюты, стимулирует отложенный спрос населения и компаний, делая будущую покупку более выгодной, и запускает замкнутый круг сокращения спроса, расходов и дальнейшего падения цен.

Низкие базовые ставки развитых экономик США, стран еврозоны и Японии снижают их инвестиционную привлекательность и ведут к массовому оттоку капитала на более доходные, хотя и рискованные рынки развивающихся стран, а также к дефициту ликвидности и укреплению курса национальной валюты, еще более усложняя проблему. Для предупреждения или борьбы с дефляцией регуляторы смягчают монетарную политику¹, печатают новые деньги для скупки государственных ценных бумаг, увеличивая объемы кредитов, ослабляя национальную валюту и сокращая налоги, поскольку дальше снижать базовые ставки они уже не могут. Борясь с высокой инфляцией, центральные банки повышают ставку рефинансирования и резервирования и распродают государственные ценные бумаги.

Приемлемый для богатых и развитых экономик «разрыв» между низкой инфляцией и дефляцией со временем сужается. В то время как развивающиеся страны все еще борются с высокой инфляцией, пытаются довести ее до 4–6%. Борьба с дефляцией труднее, чем с высокой инфляцией: низкая инфляция важнее для регулятора, так как она позволяет сохранять крайне мягкую монетарную политику даже при растущей безработице.

В декабре 2014 г. инфляция в еврозоне впервые с 2009 г. стала отрицательной: потребительские цены снизились на 0,2% в годовом измерении. Угроза перехода ценовой динамики в дефляционную спираль вынудила Европейский ЦБ в конце января 2015 г. запустить программу количественного смягчения, которая предусматривает увеличение денежной базы (эмиссия) и выкуп с марта 2015 г. по сентябрь 2016 г. гособлигаций еврозоны для оживления экономики. Целевой ориентир ЕЦБ – поднять годовые темпы инфляции в еврозоне до 2%.

Незадолго до этого, в октябре 2014 г., Федеральная резервная система США завершила программу «количественного смягчения», введенную в ноябре 2008 г., в разгар финансового кризиса. Дважды ФРС приостанавливала программу, но спустя несколько месяцев возобновляла из-за продолжения кризисных явлений. Завершение программы связано с улучшением ситуации на рынке труда и снижением рисков инфляции. Тем не менее ФРС сохранила базовую процентную ставку на крайне низком уровне – 0,25% годовых, поэтому регулятор еще может вернуться

¹ Смягчение монетарной политики обычно проводится в периоды экономического спада для стимулирования роста спроса, деловой активности и снижения безработицы.

к программе, если рост ВВП окажется слишком низким или не удастся повысить процентные ставки.

Как показал опыт ФРС США, политика количественного смягчения сложна: для стимулирования экономического роста одновременно требуется повышать ликвидность экономики (эмиссия новых денег), регулировать доходность выкупаемых бумаг и снижать базовые ставки (рефинансирования и резервирования) для удешевления кредитов бизнесу. В результате компании больше инвестируют в свое развитие, повышается спрос на оборотные активы, оборудование, на новых работников, в результате чего снижается безработица.

Вывести экономику страны из кризиса часто гораздо сложнее, чем предупредить его. Но и регуляторам далеко не всегда удается уловить негативные изменения и своевременно предпринять активные антикризисные действия. Довольно часто быстрый рост на каком-то из рынков активов игнорируется или признается неопасным.

Ошибки регуляторов и их последствия

Ярким примером из историй ошибок регуляторов, приводивших страны мира к глубоким рецессиям и кризисам, является **Великая депрессия в США в 1929–1939 гг.** – первый и самый глубокий и масштабный кризис.

С 1913 г. по 1927 г. страна была на подъеме: почти втрое вырос национальный доход, завершился переход к массовому индустриальному производству товаров длительного пользования, невиданными темпами росли производительность труда и фондовый рынок, строилось жилье и т. д. Увеличение числа спекулятивных сделок на рынках ценных бумаг и недвижимости сопровождалось ростом цен на эти активы.

До 1928 г. ФРС США не замечала нарастания признаков перегрева экономики, хотя уже с конца 1926 г. снижался и даже остановился рост жилищного строительства, сократились продажи автомобилей и инвестиции в производство. Оплата труда работников росла гораздо медленнее, чем доходы корпораций. Эмиссия привязанных к золоту долларов нарушала баланс золотого обеспечения и вела к скрытой инфляции и росту бюджетного дефицита. Однако ажиотаж на фондовой бирже и рынке жилья, подогреваемый постепенным снижением ФРС

учетной ставки с 6 до 3%, не уменьшался: росли маржинальные покупки акций² и сделки приобретения недвижимости в кредит.

В 1927 г. ФРС США снизила учетную ставку до 0,5% и в несколько раз увеличила денежную эмиссию. Это на короткое время оживило экономику и стимулировало инвестиции в бизнес, однако в дальнейшем регулятор лишь наращивал государственные расходы и не решался увеличивать денежную массу, считая эти возможности стимулирования исчерпанными. Из-за дефляции, связанной с привязанностью доллара к золотому стандарту, низкие учетные ставки оказались все-таки слишком высоки для бизнеса и не оживили экономику. Основная масса кредитов пошла не в производство, а на биржевые спекуляции. Рост биржевых индексов создавал иллюзию экономического бума, в то время как нарастал огромный долг по кредитам на спекулятивные сделки.

Только весной 1929 г. регулятор запретил банкам выдавать кредиты под покупку акций, поднял учетную ставку и прекратил продажу гособлигаций. А с июня ФРС, немного нарастив денежную базу, резко сократила денежную массу, что и стало главной причиной Великой депрессии.

Связь между денежной массой (ДМ), мультипликатором (m) и денежной базой (ДБ) определяется формулой: $ДМ = m \cdot ДБ$. Нормальная ситуация в экономике выглядит следующим образом: регулятор «печатает» новые деньги (ДБ) и кредитует ими банки, они увеличивают денежную массу (ДМ) в m раз, выдавая все новые кредиты. Мультипликатор m отражает склонность банков к кредитованию: ее рост ускоряет умножение денег в экономике.

Однако в США все пошло не так: подняв в августе 1929 г. денежную базу на 12%, ФРС не увеличила, а на 35% сократила денежную массу [1]. Это произошло из-за глубокого (на 46%) падения мультипликатора. Полагая, что разорение слабых банков оздоровит банковскую систему, регулятор не поддержал их ликвидностью, и они были вынуждены сокращать выдачу кредитов, справедливо опасаясь лавины изъятия вкладов и обвала «пирамиды» кредитов.

Между тем активность сделок не снижалась, более того, на бирже появились денежные суррогаты – векселя, расписки, которые продолжали накапливаться, даже когда денежная масса начала сокращаться. В результате общая капитализация фондо-

² Игра на повышение цены акций, для чего инвестор привлекал до 90% заемных средств, что резко повышало доходность и рискованность сделки.

вого рынка США превысила объем наличных денег, и 29 октября 1929 г. («Черный вторник») рынок рухнул. Потери крупнейших эмитентов (74 млрд долл.) вдвое превысили денежную ликвидность страны. Национальный доход к 1933 г. снизился также более чем вдвое от уровня 1929 г., реальное производство упало на 30%, безработица выросла с 3% до 25%. Страна тяжело и очень долго выходила из кризиса, делая на этом пути новые ошибки.

В 1930 г. для защиты производителя в США были повышены цены на импортные товары, но это не только снизило потребительский спрос, но и привело к дефляции и навредило американским экспортерам. До кризиса запасы золота в США росли медленнее, чем экономика, не снижался огромный дефицит бюджета, а длительные дефициты платежного и торгового балансов привели к значительной переоценке доллара в золотом эквиваленте – все это вынудило ФРС в 1931 г. отменить золотой стандарт.

Ошибки регулятора

Для предотвращения катастрофы ФРС следовало не снижать, а ускоренно наращивать денежную базу для поддержания банков. Тогда банки смогли бы кредитовать бизнес и население, но в то время для этого еще не существовало таких инструментов, как гарантия вкладов, а наращивание денежной базы требовало очень серьезного решения, отменяющего золотой стандарт.

Жесткая привязка доллара к золотому запасу вела к неизбежной дефляции, убыткам производства и банкротству множества компаний.

ФРС слишком поздно запретила банкам выдавать кредиты под покупку акций, повысила учетную ставку, прекратила продажи гособлигаций и наращивание денежной массы; допустила появление денежных суррогатов и масштабные биржевые спекуляции с ними, еще больше увеличив пузырь на фондовом рынке.

Глубина падения американской экономики и других стран в ходе Великой депрессии все еще держит рекорд по масштабам последствий и продолжительности выхода из кризиса. Депрессия быстро распространилась на европейские развитые страны и охватила все отрасли мировой экономики. Сильнее всего кризис затронул Англию, Германию и Францию, Италию, более всех зависевших от иностранных инвестиций.

Анализ причин и механизмов развития Великой депрессии в США и немалого числа последующих кризисов перепроизводства показывает, что во многом они были схожи: как правило, им предшествовал перегрев экономики, который регуляторы часто

не замечали, принимая рост за успех, и не успевали своевременно его купировать.

Кризис на рынке жилья в Дании в 1970 г. Навязанное правительством требование повысить зарплаты работникам привело к резкому росту инфляции и стимулировало спрос населения на жилье. В основном его покупали в кредит (инфляция росла, а ставки по ипотеке оставались невысокими), используя как надежный актив. Росли цены на жилье, активизировались застройщики; борясь за заемщиков, банки смягчали условия кредита, но регулятор опоздал с повышением ставки рефинансирования. Кредиты резко подорожали, заемщики не смогли их погашать, и огромное количество квартир отошло банкам. Предложение намного превысило спрос, застройщикам пришлось снижать цены на недвижимость, и многие из них разорились.

17 ноября 1973 г. разразился первый в истории и крупнейший **нефтяной кризис**, который показал не только энергетическую зависимость развитых стран от мировых цен на нефть, но и возможность политического давления на мировое сообщество. В тот день ОПЕК под нажимом арабских стран-членов ОПЕК отказалась поставлять нефть государствам, поддержавшим Израиль в военном конфликте³ с Сирией и Египтом.

За 1974 г. цена нефти поднялась с 3 до 12 долл./барр. Более всего кризис задел США, которые импортировали значительные объемы нефти. Правительство призвало бизнес и население к экономии. Сократилось промышленное производство, выросла безработица, резко поднялись цены на газ, бензин, дизельное топливо, авиационный керосин. Автомобильная промышленность не смогла перестроиться под новые вызовы, и на рынок Америки впервые пришли более легкие и экономичные японские автомобили. Перегрев строительного рынка и последующее повышение цен на строительные материалы вызвали новый спрос застройщиков на кредиты по начатым проектам, это вылилось в избыточное предложение и уронило цены на жилье и коммерческую недвижимость.

Падение фондовых рынков стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН) в 1997 г. привело к полномасштабному мировому

³ Война «Судного дня» началась 6 октября и завершилась через 18 дней. Союзники Израиля – США и Великобритания.

⁴ ЭКО. – 2015. – №9

финансовому кризису. Восточноазиатские «тигры»⁴, еще в 1960-е гг. показав высочайший рост, стали к началу 1980-х одним из «локомотивов» мировой экономики. В середине 1980-х гг. в цикл длительного подъема вошли и некоторые другие страны региона: экономики Таиланда, Малайзии и Индонезии росли вплоть до 1996 г. по 7–8% в год, чему во многом способствовали их фиксированные валютные курсы. Активное вливание иностранного капитала укрепляло еще слабые фондовые рынки этих стран. Корпорации Японии и Южной Кореи, страхуясь от неблагоприятных изменений курсов своих валют, привязанных к доллару, переводили в страны АСЕАН производства, ориентированные на экспорт.

Высокая доходность импорта оборудования и сырья, внутренних и внешних инвестиций стимулировала расширение внутреннего спроса на акции и недвижимость. С ростом активов и обязательств банков нарастал дефицит платежного баланса по текущим операциям, он финансировался за счет притока иностранного капитала, а фиксированный валютный курс облегчал решение этой проблемы. В 1997 г. неожиданно для правительств инвесторы отказали им в доверии, что вызвало серьезные валютные и финансовые проблемы.

Бюджеты многих стран АСЕАН в течение ряда лет сводились с профицитом, но большую часть внешних заимствований привлекал частный сектор. Полученные краткосрочные инвестиции банки и финансово-промышленные группы направляли в строительство или покупку быстро растущей в цене недвижимости, создав на этом рынке пузырь. Деформации обнаружили не сразу, а только когда цены на рынке недвижимости взлетели настолько, что разрыв между обязательствами и стоимостью вкладных стал очевиден, а их корректировка – неизбежна. Иностранные инвесторы массово стали изымать свои капиталы, а национальные финансовые системы оказались в глубоком кризисе, создавшем угрозу стабильности экономики.

Одновременно в начале 1996 г. сложилось несколько серьезных негативных факторов:

- ослабление курса японской йены к доллару снизило конкурентоспособность экспорта Таиланда и других стран Юго-Восточной Азии с фиксированными курсами валют;

⁴ Восточноазиатские «тигры» – неофициальное название экономик Южной Кореи, Сингапура, Гонконга и Тайваня.

- обострилась конкуренция стран АСЕАН с государствами «новой волны» открытых экономик, прежде всего с Китаем;
- на западных рынках наметилось перенасыщение азиатской экспортной продукцией, главным образом электронной, что вызвало там кризис в сфере высоких технологий;
- перегрев рынков недвижимости в Таиланде, Малайзии и Индонезии обрушил цены;
- банковские системы стран АСЕАН накопили значительные просроченные кредиты.

Все это изменило отношение внешних инвесторов к азиатским рынкам и вызвало глубокий и продолжительный финансовый кризис. Нарастивание краткосрочных заимствований предприятиями и банками для решения проблемы их неплатежеспособности привело к падению фондового рынка. Сокращение регуляторами лимитов кредитования внутренних и внешних заемщиков обострило проблемы рефинансирования среднесрочной и долгосрочной задолженности банков и предприятий и вызвало их банкротства – сначала оно коснулось мелких, затем все более крупных. Резкое удорожание заимствований и еще большее падение фондовых индексов последовали за понижением международными рейтинговыми агентствами долгосрочных, а потом и текущих рейтингов стран, банков и предприятий.

Следом в кризис вошел валютный рынок: иностранные инвесторы начали сворачивать кредитование и выводить средства из страны. Способность правительств стран с фиксированной валютой поддерживать ее конвертируемость в сложившихся условиях определялась размерами золотовалютных резервов и возможностью занимать средства за границей. Центральные банки приступили к интервенциям⁵ в поддержку курса национальных валют и подняли ставки по валютным кредитам. Доверие населения и инвесторов к экономической, финансовой и денежно-кредитной политике правительства и ЦБ иссякло, спекулятивное давление на валютный курс переросло в валютную панику, и деньги со счетов в банках стали переводиться в валюту. Это привело к неизбежной девальвации национальной валюты, обрушило фондовые рынки, вызвало серьезные потрясения банковской и всей системы государственных финансов. Правительствам пришлось отменить действовавший валютный режим.

⁵ Интервенции ЦБ в поддержку национальной валюты – покупка им на открытом рынке крупных партий иностранной валюты за национальную.

Потерю контроля над ситуацией ощутили и ведущие развитые страны, признавшие превращение стремительно растущих экономик Китая, Южной Кореи, Гонконга и стран Юго-Восточной Азии в новый центр силы в мировом хозяйстве, от которого они зависят, но который не контролируют. Кризис показал, что потенциал международного перелива капитала многократно превосходит возможности регулирования ЦБ и национальных правительств, а также продемонстрировал могущество крупных валютных спекулянтов⁶, составивших серьезную конкуренцию центральным банкам и международным финансовым институтам.

Многие эксперты считают, что страны Юго-Восточной Азии стали «жертвами своего собственного успеха», так как, оставив без должного внимания внутренний рынок и внутренний спрос, делали ставку на развитие экспорта и попали в зависимость от него. Привязка курсов национальных валют к растущему доллару сдерживала рост экспорта из этих стран и ослабляла его конкурентоспособность. Китай, однако, провел в 1994 г. девальвацию юаня и получил заметные конкурентные преимущества на мировом рынке. Долларизация экономик стран АСЕАН, и в первую очередь их банковских секторов, позволила им заимствовать на мировом рынке под низкий процент и эффективно кредитовать внутреннюю экономику под более высокий процент. Но быстрый рост обязательств банков в валюте лишил ЦБ возможности рефинансировать обязательства коммерческих банков и поддерживать их ликвидность. Широкое сращивание финансового и промышленного капитала, система взаимного участия и переплетения капитала, «непрозрачность» операций на финансовом рынке, бесконтрольное дерегулирование финансового сектора – все это привело к росту мошеннических операций и позволило банкам брать на себя чрезмерные риски, не подкрепленные финансовыми ресурсами. Так регуляторы утратили контроль над ситуацией на финансовых рынках.

Многие страны до сих пор не вышли из **мирового финансового кризиса 2007–2009 гг.**, спусковым крючком которого стал ипотечный кризис в США.

Перегрев рынков жилья и ипотеки продолжался долго. С мая 2000 г. по июнь 2004 г. ФРС США планомерно снижала с 6,5% до 1% ставку рефинансирования (рис. 1). Одновременно вплоть

⁶ Масштабные операции на валютных рынках стран Юго-Восточной Азии проводил Дж. Сорос, подрывая их валюты .



Источник: рисунки построены автором по данным [2].

Рис. 1. Изменение ставки рефинансирования ФРС США с 16.05.2000 г. по настоящее время, %

Разнонаправленная динамика цен на рынках жилья и ипотеки вела к перегреву обоих рынков. Падение ставок обостряло конкуренцию ипотечных банков за заемщиков, при сжимающейся марже им становилось все труднее зарабатывать прибыль. Выход виделся в увеличении объемов кредитования, поэтому для привлечения новых заемщиков банки пошли на беспрецедентное смягчение стандартов кредитования. Это привело к появлению высокорискованного сектора нестандартных кредитов (без первоначального взноса или с плавающей процентной ставкой, корректируемой только с третьего года).

Такие кредиты переносили риски с заемщиков на банки и стимулировали инвестиционный спрос на жилье. Заемщик (не погашая тело кредита) в первые три года ничем не рисковал и мог получать доход от сдачи купленного в кредит жилья в аренду по цене, заметно превышающей размер платежа по ипотеке. Если в 2002 г. такие кредиты составляли всего 6%, то к концу 2006 г. – уже около 20%. В США рынок ипотеки тесно связан с фондовым рынком, где обращаются ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) – производные финансовые инструменты, позволяющие банкам рефинансировать выданные ипотечные кредиты. Ажиотажный спрос на жилье и ипотечные кредиты привел к увеличению объемов ИЦБ.

С июня 2004 г. ФРС стала понемногу поднимать ставку, но уже с середины 2005 г. начали падать цены на дома и их аренду, снижаться их продажи. Заемщики, получавшие кредиты на сверхмягких условиях 2–3 года назад, реагировали на падение цены купленного в инвестиционных целях дома отказами от покупки. В августе 2007 г. начался массовый и лавинообразный процесс отчуждения банками объектов жилой недвижимости:

на продажу выставили более миллиона домов⁷. С середины 2006 г. (пик цен) до конца 2010 г. общее падение цен на жилую недвижимость составило 26%, владельцы жилья обеднели почти на 5 трлн долл.

Сокращение до 1,5–1,7 п. п. спреда между доходностью 10-летних низкорискованных гособлигаций и 30-летних ИЦБ показало, что риски последних сильно недооценены, и это резко уронило их цены. Значительные убытки понесли как финансовые учреждения, так и отдельные инвесторы. Пять самых крупных инвестиционных банков США резко наращивали в своих портфелях долю ИЦБ⁸, в составе которых к 2007 г. доля субстандартных ипотечных займов достигла 13–15%. Три банка из этой пятерки обанкротились или были проданы с дисконтом другим банкам, а два оставшихся вынуждены были перерегистрироваться в коммерческие и подлежали жесткому госрегулированию. Едва не обанкротились и крупнейшие депозитные банки США.

Обвал американского рынка отразился и на крупных международных финансовых учреждениях, вкладывавших в считавшиеся надежными ИЦБ значительные объемы заёмных средств. Влияние кризиса вышло за пределы рынка ипотеки: множились дефолты и по другим видам кредитов. Мировые финансовые потери, вызванные кризисом, оцениваются триллионами долларов США.

Ошибки регулятора

- ФРС полагала, что длительное снижение процентной ставки смягчит последствия терактов 11 сентября 2001 г. и не допустит дефляцию, но не учла, что ожидаемый темп инфляции оказался ниже реального, а рост цен на жилье заметно превысил инфляцию.

- Регулятор допустил беспрецедентное смягчение стандартов кредитования, не контролировал набор ипотечных инструментов, что стимулировало инвестиционный спрос на жилье, формировавший пузыри на рынках жилья и ипотеки.

- ФРС не учла склонность теневой банковской системы (инвестбанков и хедж-фондов) к чрезмерному риску, что позволило последней в результате сложных методов секьюритизации

⁷ Спекулятивный спрос на жилье составил в США 20–22% покупок, большинство заемщиков вернули дома банкам.

⁸ В 2004 г. ФРС разрешила инвестиционным банкам США увеличивать долю заемного капитала.

и создания производных ценных бумаг скрывать от инвесторов и контрольно-надзорных органов долю заёмного капитала.

Осенью 2008 г. ипотечный кризис в США глубоко поразил всю мировую экономику и привел к глобальному экономическому спаду. Как самый большой кредитор, США привлекали заемщиков всего мира мягкими условиями займов и возможностью перекредитоваться. Но теперь уже самой Америке потребовались большие денежные вливания для решения финансовых проблем, и она отказала заемщикам в перекредитовке. К этому многие оказались не готовы: спонтанный кризис ликвидности затронул не только наиболее пострадавшие развитые и развивающиеся страны, но и страны-лидеры в своих регионах – Китай, Индию, Бразилию.

Финансово-экономический кризис 2008–2010 гг. в России⁹.

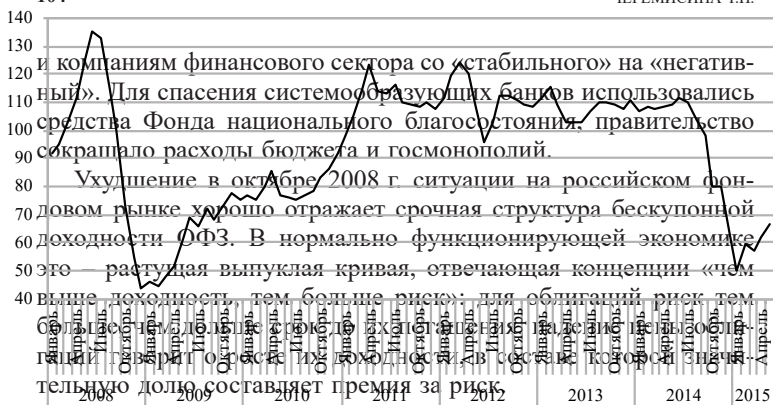
Негативное воздействие глобального кризиса Россия осознала не сразу. Правительство верило, что кризис обойдет Россию стороной, ведь в период высоких цен на нефть были накоплены значительные резервы [3]. Но уже в конце мая 2008 г. начал падать фондовый рынок России, а в августе пошатнуло доверие инвесторов военный конфликт в Южной Осетии, вызвав массовое бегство капиталов из страны и обвал фондового рынка – отток инвестиций составил 21 млрд долл.

Накопившие большие внешние долги крупные российские корпорации, в том числе с госучастием, столкнулись с невозможностью их перекредитовать в западных банках. Из-за резкого обвала курса акций, заложенных под кредиты, принудительные продажи этих акций по сделкам РЕПО¹⁰ принесли им огромные убытки. С августа до конца 2008 г. ЦБ потратил почти треть резервов на масштабные валютные интервенции для поддержания курса рубля, но он опустился с 23 до 28 руб. за 1 долл. Одновременно падала цена нефти (рис. 2).

10 октября 2008 г. международное рейтинговое агентство Standard & Poor's снизило прогноз по 13 российским банкам

⁹ Временные рамки этого кризиса сначала определялись периодом 2008–2009 гг., но позднее были расширены до 2010 г. Однако многие эксперты считают, что Россия до сих пор не преодолела этот кризис.

¹⁰ Сделка РЕПО – покупка (продажа) ценной бумаги с обязательством обратной продажи (покупки) через определенный срок по заранее определенной цене. Если средства не поступят, и возможный убыток кредитора будет расти, кредитор может от своего имени закрыть позицию (принудительная продажа), в результате заемщик потерпит убытки.



Источник: <http://nefturals.ru/> (дата обращения: 25.05.2015).

Рис. 2. Помесячные изменения мировой цены нефти Brent за 2008–2015 гг., долл.

С середины октября 2008 г. кривые деформируются: бескупонные доходности ОФЗ до трех лет растут с ускорением, но резко падают доходности облигаций со сроками от трех до пяти лет. Эта тенденция усиливается углублением «провала» доходности бумаг со сроком 3–5 лет. В конце октября – начале ноября рынок ОФЗ демонстрирует высокую неустойчивость: кривые ежедневно двигаются то вверх, то вниз, «провал» углубляется и расширяется: теперь уже и 2-летние облигации пополнили их число. К концу ноября форма кривых не отвечает концепции доходности и риска: самые доходные теперь – короткие и наименее рискованные (1–3-летние) облигации. Сложившаяся картина напоминает преддефолтную ситуацию 1998 г., когда самыми доходными активами на нашем фондовом рынке были «безрисковые» ГКО. В декабре 2008 – январе 2009 гг. эти процессы продолжались.

11 ноября 2008 г. по всему миру падали биржевые индексы, но российский фондовый рынок обвалился глубже других (РТС – более чем на 10%, до отметки в 725 пунктов, ММВБ – на 11,57%, до 655 пунктов). Причиной было резкое падение мировой цены нефти (см. рис. 2) – 11 ноября она стоила 56,18 долл. Пик ее цены в 135,33 долл. пришелся на 4 июня 2008 г., а потом она быстро снижалась, к концу декабря достигнув 43,57 долл.

Еще одним фактором нарастания кризисных явлений стало падение курса рубля по отношению к евро и доллару США (рис. 3) с августа 2008 г. по февраль 2009 г.

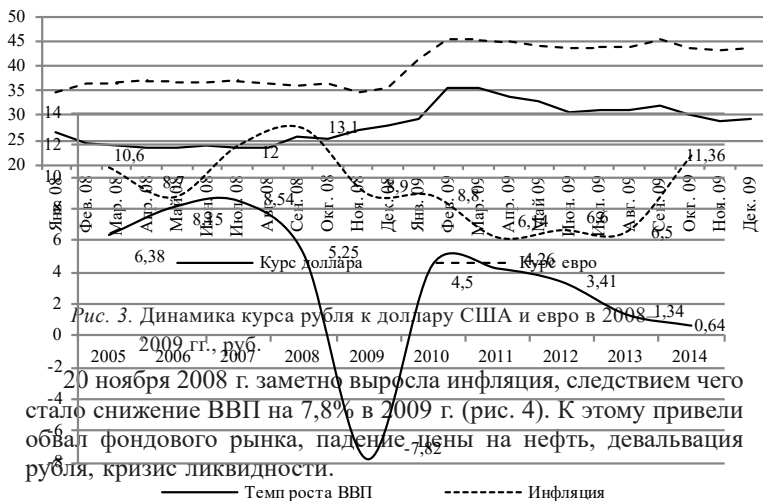


Рис. 3. Динамика курса рубля к доллару США и евро в 2008–2009 гг., руб. 20 ноября 2008 г. заметно выросла инфляция, следствием чего стало снижение ВВП на 7,8% в 2009 г. (рис. 4). К этому привели обвал фондового рынка, падение цены на нефть, девальвация рубля, кризис ликвидности.

Рис. 4. Темпы роста реального ВВП России и инфляция в 2004–2014 гг., %

Но использовал ли регулятор своевременно все свои возможности? Напомним ход событий. Крупнейшие российские корпорации не смогли перекредитовать накопленные внешние долги (в том числе по облигациям), но на отечественном финансовом рынке не оказалось необходимых денежных средств, поэтому для погашения обязательств им пришлось срочно продавать свои акции, что привело к обвалу фондового рынка России. На полученные от продажи акций рубли они скупали валюту, чтобы погасить внешние займы, – это привело к падению курса рубля. ЦБ России на поддержание национальной валюты из накопленных резервов вбросил 200 млрд долл., но рубль не спас.

Регулятор совершил две серьезные ошибки: не учел важность поддержания денежной массы на необходимом уровне и поднял в конце 2008 г. до 13% ставку рефинансирования. Позднее он принял решения о гарантии вкладов (для снижения риска их закрытия населением), о поддержке коммерческих банков (размещение средств Минфина на их счетах позволило выдавать компаниям кредиты для погашения долгов), снижении ставок рефинансирования и резервирования. Но именно резкое уменьшение денежной

массы¹¹ в начале 2009 г. стало причиной падения ВВП России, которое оказалось даже глубже, чем в США.

Благодаря быстрому росту цен нефти в 2010–2011 гг. (см. рис. 2) экономика России восстановилась довольно скоро. Кроме того, продолжала идти до 2012 г. отдача инвестиций докризисных лет, т. е. шел прирост основных производственных фондов. Однако крупнейшие госкомпании и банки в 2011 г. опять резко увеличили заимствования на внешних рынках.

В 2012 г. цены на нефть все еще держались на высоком уровне, мировой финансовый рынок дешевых денег опять был доступен российским банкам и бизнесу, но неожиданно резко (втрое) замедлился экономический рост (рис. 5); с 2013 г. начали падать инвестиции.

В рамках перехода к режиму таргетирования инфляции Банк России с 13 сентября 2013 г. ввел ключевую ставку – 5,5%, что заметно превышало ожидаемую годовую инфляцию на эту дату (3,52%). Однако, потихоньку набирая темп, к концу 2013 г. инфляция (6,45%) превысила ключевую ставку. С марта по декабрь 2014 г., пытаясь удержать инфляцию, регулятор пять раз поднимал ключевую ставку, и до середины декабря ему это почти удавалось, хотя геополитическая ситуация не улучшалась, и резко начала падать цена на нефть, обрушивая курс рубля.

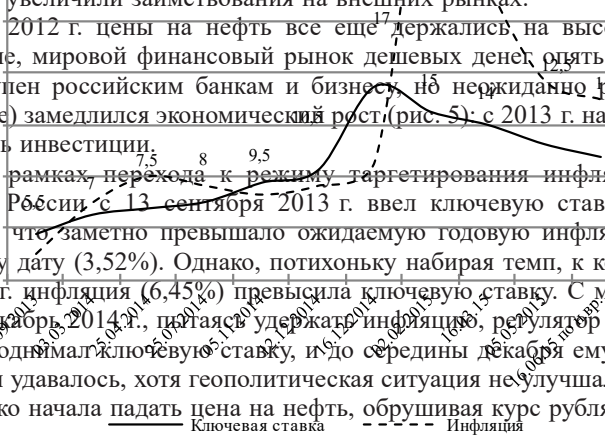


Рис. 5. Инфляция (в годовом измерении) на даты изменения ключевой ставки в 2013–2015 гг., %

К середине декабря 2014 г. в финансах страны сложилась весьма опасная ситуация. Введенные в 2014 г. экономические санкции не позволили крупнейшим компаниям и банкам перекредитоваться на мировом финансовом рынке, поэтому значительные объемы валютных резервов направляются на сокращение их долгов, снижаются инвестиции и продолжают падать темпы экономического роста. Население и компании, опасаясь обесценения своих накоплений, кинулись в банки снимать и переводить их в иностранную валюту. Нехватка ликвидности у банков повысила

их спрос на рублевые кредиты ЦБ, значительная часть которых была направлена на покупку валюты, что ускорило девальвацию рубля. 16 декабря Банку России для прекращения паники

¹¹ По расчетам С. Блинова [1], денежная масса в России снизилась на 19%.

пришлось прибегнуть к беспрецедентному решению, подняв ключевую ставку сразу до 17%.

Уже через полтора месяца регулятор приступил к постепенному снижению ключевой ставки, вслед за ней начала снижаться и инфляция (на конец 2015 г. она ожидается на уровне 12–12,5%), растет и курс рубля, но этому способствовали не усилия ЦБ, а повышение цены на нефть с 50 до 65 долл./барр.



По мере развития финансовых систем и появления на рынках новых инструментов усиливается и усложняется роль регуляторов экономик. В сложных геополитических условиях Банку России предстоит отвечать на новые вызовы, решая непростые задачи укрепления финансовой устойчивости банковской системы страны, стабильности национальной валюты, улучшения инвестиционного климата в стране, повышения деловой активности, усиления инновационного сектора.

Литература

1. Блинов С. Причины падения и возможности роста // Expert Online. – 2013. – 24 дек. URL: <http://expert.ru/2013/12/24> (дата обращения 20.05.2015).
2. Федеральная служба госстатистики. URL: <http://www.gks.ru/> и Центрального банка Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru/>
3. Ханин Г.И., Фомин Д.А. Экономический кризис 2008 г. в России: причины и последствия // ЭКО. – 2009. – № 1. – С. 20–37.

