

Валютный кризис в России: истоки, природа и перспективы

М.А. ШЕРСТНЕВ, кандидат экономических наук, Самарский государственный экономический университет, Институт теоретической экономики
и международных экономических отношений. E-mail: shrstnev@sseu.ru

Валютный кризис, разразившийся в России осенью-зимой 2014–2015 гг., имеет многообразные последствия для отечественной экономики. Уже по итогам первого квартала стали очевидными резкое снижение инвестиционной активности, падение продаж в автомобилестроении и на рынке жилья, инфляционные процессы на рынке товаров и услуг и дефляционные – на рынке активов, рост безработицы, серьёзный спад в сфере внешнеэкономических связей. Статистические данные за апрель и май 2015 г. показали, что ряд негативных тенденций даже усилились. Все это указывает на то, что экономика вошла в рецессию, глубина, форма и продолжительность которой пока не очевидны.

Ключевые слова: кризис, рецессия, инвестиционная активность, инфляция

Истоки

Кризисные процессы в отечественной экономике возникли отнюдь не одномоментно: они постепенно вызревали все последние годы. Это проявилось в замедлении темпов экономического роста, начавшемся ещё в период высокой конъюнктуры на мировых товарно-сырьевых рынках. Так называемый «бум нулевых» медленно, но верно пришел к стагнации.

В начале 2010-х годов российская экономика постепенно исчерпала все факторы роста в рамках сложившейся в стране социально-экономической модели. При стабильном и даже начавшемся сокращаться объёме трудовых ресурсов (без учета внешней трудовой миграции) технологические и институциональные условия не создали возможностей для повышения производительности труда как основы повышения благосостояния населения.

Что касается бума 2000-х годов (который в публицистике иногда называют «тучными годами»), то нужно обратить внимание на следующие обстоятельства. Первое, что многократно отмечалось экономистами и аналитиками, – экономический рост на начальном этапе носил компенсационный характер после глубокого трансформационного спада 1990-х годов в условиях сильной девальвации национальной валюты (до 75%) в августе-сентябре 1998 г. Сложившаяся исключительно благоприятная конъюнктура на мировых товарно-сырьевых рынках в этот пе-

риод – это еще один фактор, который привел к значительному улучшению условий внешней торговли для нашей страны. Рост цен на углеводороды и металлы и физических объемов экспорта сырьевых товаров позволил получить значительные доходы.

Эти процессы имели ряд важных следствий для российской экономики. Положительный шок внешней торговли привел к росту доходов бюджета, предприятий и домашних хозяйств, благодаря чему увеличились расходы и спрос в экономике. Сектор государственного управления получил возможность резко снизить внешний государственный долг и начать накапливать значительные внешние финансовые активы. Наконец, позитивные на том этапе тенденции повысили интерес иностранных инвесторов к расширению инвестирования и кредитования в России и стимулировали приток частного капитала в разных формах (включая и российский капитал из иностранных юрисдикций).

Указанные экономические процессы стимулировали рост финансового сектора, в первую очередь оправившегося после потрясений конца 1990-х банковского сектора. В условиях экономического бума и роста монетизации экономики банковская система расширила перечень кредитных инструментов, нарастила объёмы кредитования для различных заемщиков внутри страны. Получили стремительное развитие различные формы кредитования населения (которые, однако, в значительной степени были ориентированы на финансирование потребления) – ипотечное, автокредитование, на приобретение товаров длительного пользования, посредством кредитных карт на текущие нужды, что дополнительно способствовало увеличению потребительских расходов населения и потребительского спроса в экономике.

Кредитный бум также стимулировал рост цен на активы: доли в предприятиях, ценные бумаги, недвижимость (прежде всего в крупных городах). При этом расширение экономической активности сопровождалось увеличением долговой нагрузки как у предприятий, так и у домашних хозяйств. Наблюдался драматический рост внешнего долга корпоративного и банковского секторов, притом что и сектор государственного управления, и частный наращивали внешние активы. В эти же годы значительно укрепился реальный курс рубля.

По различным оценкам, в структуре ВВП России продукция топливно-энергетического комплекса занимает 17–20% (т. е. по общей структуре экономики ироничные сравнения с нефтяными монархиями Арабского Востока некорректны, так как там эта доля достигает 50–70%). В то же время эти отрасли обеспечивают более 2/3 российского экспорта и более половины всех доходов бюджетной системы. Именно это является нашим главным предложением мировой экономике и основой как нашего спроса на товары и услуги внешнего мира (и базой для существования всех внутренних отраслей и инфраструктуры, обеспечивающих движение этих товаров и услуг из внешнего мира к российскому потребителю – от гигантских торговых центров до большей части сборочных производств мировых автогигантов, сконцентрированных вокруг Москвы и Санкт-Петербурга!), так и источником ресурсов для накопления внешних активов всеми институциональными секторами российской экономики. Именно ожидаемые будущие доходы от такого экспорта на данный момент (а не, например, текущие ожидания перспектив экспортного потенциала от коммерциализации проектов корпорации «Роснано» или новых центров иннограда «Сколково») служат основным ориентиром для внешнего мира при текущих решениях об инвестировании и кредитовании в российской экономике.

Природа кризиса

Так какова же природа кризисных процессов в российской экономике? Какой тип кризиса переживает наша страна? Какие аналогии можно провести с опытом других стран?

Валютный кризис стал первой формой проявления системного финансового кризиса в российской экономике, который сейчас практически развернулся (одним из наблюдаемых показателей является доля просроченных кредитов в банковской системе) и неизбежно затронет как финансовый, так и реальный секторы. Непосредственным импульсом для кризиса послужило глобальное падение цен на нефть, которое существенно изменило как *текущую картину* отечественной экономики, так и *ожидания* относительно её будущего развития. Негативный шок внешней торговли означает падение доходов хозяйствующих субъектов, а следовательно, расходов и спроса в экономике

сейчас и в будущем. Но ведь текущие решения по инвестициям зависят от ожиданий будущего спроса и будущих доходов... Музыка замолчала, инвесторы – как российские, так и иностранные – вместо чуда увидели исчезающий мираж, лавинообразно стал нарастать отток частного капитала. За 2013–2015 гг. только по учтенным каналам он может составить 350–400 млрд долл., при этом санкции США и ЕС являются дополнительным негативным фактором, но никак не коренной причиной изменения настроения инвесторов (заметим, что потенциальные азиатские инвесторы также хотят видеть в перспективе спрос и доходы!), за которым началось сжатие различных ценовых пузырей на рынках активов, включая и российскую валюту (собственно, падение курса российской валюты вместе со снижением цен на нефть на практике означало и обесценивание всех российских активов почти в прямо пропорциональной зависимости).

Любые аналогии для сложной социально-экономической реальности условны и неполны. Но текущая ситуация в экономике России имеет много похожих черт с кризисными процессами в странах Юго-Восточной Азии в 1997–1998 гг., которые при стабильной в целом макроэкономической ситуации столкнулись с остановкой притока и затем массивным оттоком частного капитала. Это спровоцировало долговой кризис обремененного большими внешними долгами частного сектора и последовавший за ним системный финансовый кризис. Суть данного типа кризиса сводится к потере рыночного доверия к конкретной экономике и ее будущим перспективам и сначала остановке притока, а затем и крупномасштабному оттоку частного капитала при свободном режиме его международного движения. В экономической теории для его моделирования разработаны так называемые модели валютного кризиса третьего поколения [1].

Экономическая цена кризисных потрясений такого типа, как показывает реальный опыт азиатских стран, достаточно высока (более 10% падения ВВП, не считая затрат на рекапитализацию банковского сектора и поддержку предприятий и населения). Через международные финансовые и торговые связи, а также взаимозависимость ожиданий международных инвесторов данный тип кризиса имеет значительные международные эффекты

(в случае Российской Федерации следует ожидать распространения негатива на страны СНГ и Восточной Европы).

Перспективы

Важным является вопрос о том, приведёт ли системный финансовый кризис к крушению сложившейся в России социально-экономической модели? Цена на нефть – малопредсказуемый и очень волатильный параметр, поэтому при практически монокультурной структуре экспорта вся российская экономика неизбежно оказывается в зоне большой неопределенности – от формальных потоков бюджетной системы до неформальных потоков различных рент. Если размах колебаний окажется несоместимым с устойчивостью системы, это будет иметь следствием необходимость институциональных и структурных изменений. Но каковы эти изменения?

Пока на официальном уровне и в значительной части экспертного сообщества речь идёт в основном об импортозамещении в рамках сложившейся системы как способе повышения автономии национальной экономики от внешних шоков. (Кстати, возникает вопрос: а зачем так форсировали интеграцию в мировую экономику, особенно либерализацию инвестиционных операций в преддверии саммита G-8 в Санкт-Петербурге в 2006 г.? Политический престиж оказался важнее экономической реальности? Иллюзия того, что экономика РФ такая же, как у стран «большой семерки»? А вступление в ВТО?) Но импортозамещение в средне- и долгосрочном планах требует крупных текущих инвестиций, а для этого инвесторы – и российские, и азиатские, и латиноамериканские, и африканские – должны видеть перспективу будущих спроса и доходов, с одной стороны, и иметь источники их финансирования по разумным ставкам – с другой (а чего можно ожидать при ставках 20–25% годовых операции carry trade с разных географических направлений?)¹.

Отдача от инвестиций в России с учётом осознаваемого риска должна быть не ниже, чем в других частях мировой экономики. И указанный рациональный выбор совершается не только

¹ В статье не рассматривается очень дискуссионный и требующий отдельного обсуждения вопрос о границах импортозамещения в условиях глобализации мировой экономики.

иностранными, но и отечественными инвесторами при режиме свободного международного движения капитала. Но после двадцати лет рыночных преобразований каковы перспективные сферы вложений частного капитала в России вне отраслей первого передела и некоторых секторов пищевой промышленности? И не выйдет ли страна из настоящего кризиса с ещё более примитивной структурой экономики и ещё более упрощенными экономическими и политическими институтами? А отечественные предприниматели тем временем будут скупать студенческие общежития в Лондоне...

Кризис и политические меры

Макроэкономическая политика Правительства РФ не содержит потенциала преодоления кризисных процессов в российской экономике [2]. В значительной степени по кальке антикризисных мер 2008–2009 гг. (но тогда происходил *глобальный циклический экономический кризис* во всей мировой экономике!) предложена программа, ориентированная на поддержку банковского сектора и крупных компаний в рамках сложившейся экономической структуры за счёт ранее накопленных государственных финансовых резервов (которые отнюдь не бесконечны). Центральный банк, совершив в рамках процесса таргетирования инфляции в самый острый момент валютного кризиса переход к плавающему валютному курсу рубля, создал одновременно условия для значительных темпов инфляции, волатильности рубля (по 30% в квартал) и высоких процентных ставок [3]. **Это именно тот набор условий, который гарантирует отсутствие любых частных инвестиций в проекты, не связанные с быстрым оборотом капитала и различными спекуляциями, равно как и неуверенность частных потребителей в завтрашнем дне...**

В краткосрочной перспективе волатильность курса рубля становится серьезной проблемой для российской экономики, так как в подобных условиях субъекты хозяйственной деятельности не в состоянии формировать не только инвестиционные планы на будущее, но даже принимать краткосрочные хозяйственные решения (ведь при курсах 45 или 60 руб. за доллар может принципиально измениться экономическая эффективность многих

хозяйственных операций, хотя качели курса рубля могут стать клондайком для спекулянтов).

Как видят решение данной проблемы российские власти? В последнем обзоре финансовой стабильности ЦБ РФ сказано следующее: «Ключевую роль в обеспечении финансовой стабильности играют не только антикризисные меры поддержки со стороны государства, но и способность самих участников рынка – банков, некредитных финансовых организаций и нефинансовых компаний – извлекать уроки из негативного опыта, совершенствовать практику управления рисками, в том числе хеджирования, формировать буферы капитала и ликвидности. Нефинансовым организациям можно рекомендовать тщательнее оценивать валютные риски при осуществлении заимствований – валютная составляющая долга должна соответствовать определенной величине валютной выручки, в том числе с учетом ее возможного сокращения в период ослабления рубля. Предприятиям следует с осторожностью использовать валютные производные финансовые инструменты, заранее оценивать потенциальные убытки в случае стресса и соизмерять их с ожидаемой выгодой. Банкам также целесообразно в полной мере учитывать взаимосвязь валютного риска заемщиков и кредитного риска» [4].

То есть, по мнению регулятора, нужно хеджировать риски, – но осторожно, помня о рисках самого хеджирования! Конечно, практикам лучше судить о конструктивности подобных рекомендаций, но вызывает сомнение способность национальной финансовой системы на данном этапе ее развития предложить необходимый набор инструментов хеджирования в условиях плавающего валютного курса в формирующейся рыночной экономике. Вспомним, как непросто протекал такой процесс в развитых экономиках при переходе от Бреттон-Вудской к Ямайской валютной системе или чем закончилось применение валютных форвардов в России в августе 1998 г.

Видимо, в текущей экономической ситуации властям целесообразно подумать об ограничении спекулятивных мотивов в действиях хозяйственных агентов, хотя бы в рамках нынешнего валютного законодательства. Во-первых, при необходимости возможно вводить обязательную продажу экспортной валютной

выручки для выравнивания потоков валюты на рынке. Во-вторых, власти могут менять нормативы открытой валютной позиции коммерческих банков и более осмотрительно подходить к лицензированию валютных операций у коммерческих банков. В-третьих, необходимо еще раз вернуться к спокойному обсуждению возможностей применения мер контроля над международным движением капитала – хотя бы над «горячими деньгами» – с учетом современного уровня академических и политических дискуссий по этому вопросу.

Разумеется, в средне- и долгосрочной перспективе стабильность национальной валюты и равновесие инфляционных и девальвационных ожиданий могут быть обеспечены только стабильной и растущей экономикой, но в краткосрочной – надо попытаться, по крайней мере, смягчить течение системного финансового кризиса и не допустить таких катастрофических скачков курса валюты, как осенью-зимой 2014–2015 гг.

Литература

1. *Tirole J.* Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System, Princeton University Press, 2002.
2. Распоряжение Правительства РФ от 27 января 2015 г. № 98р.
3. Пресс-релиз Банка России от 17 декабря 2014 г. «О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора».
4. ЦБ РФ. Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2014 г. – I квартал 2015 г. – М., 2015.