

Влияние финансовой нестабильности глобальной экономики на Россию

А. Е. ДВОРЕЦКАЯ, доктор экономических наук, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Москва.
E-mail: alla.dvoretskaya@gmail.com

В статье анализируются феномен глобальной финансовой нестабильности, ее истоки, факторы, проявления в различных странах и регионах. Рассматриваются взаимосвязи финансовой и макроэкономической нестабильности, влияние финансовых эксцессов в развитых странах на ситуацию в развивающихся странах. Сформулированы основные меры для преодоления финансовой нестабильности.

Ключевые слова: глобализация; финансовая нестабильность; внешний долг; денежно-кредитная политика; системно значимые финансовые институты; бюджетная политика; реструктуризация банковского сектора; макропруденциальные меры

2014 г. был сложным для мировой экономики. Несмотря на некоторое оживление экономического восстановления, оно проходит вяло, противоречиво, осложняется тревожными геополитическими событиями. Опыт последних десятилетий показывает, что наиболее серьезные угрозы миру несет не столько макроэкономическая, сколько финансовая дестабилизация, влекущая серьезные негативные последствия для мировой экономики. Современный этап развития отмечается рождением нового дисбаланса. Эксперты МВФ в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» отмечают «...недостаточное принятие экономического риска в поддержку роста, но растущие эксцессы в принятии финансового риска, что создает проблемы для финансовой стабильности».

Под этим углом рассмотрим подробнее природу современной мировой финансовой нестабильности и пути ее преодоления, в том числе в России.

Факторы нестабильности

Риски современной финансовой нестабильности являются эхом предыдущего кризиса и следствием проводимой центральными банками развитых стран **мягкой монетарной политики**, нацеленной на предотвращение финансового краха и обвала

деловой активности, преодоление рецессии и безработицы, поддержку инвестиций и спроса, стимулирование финансового оздоровления в корпоративном секторе, повышение реальных доходов населения.

В развитых странах реализовалась политика низких ставок: Федеральная резервная система США (ФРС) с января 2009 г. поддерживает ставку по федеральным фондам на уровне 0–0,25% (до кризиса в 2007 г. – 5,25%), и лишь в 2015 г. ожидается некоторое повышение ключевых ставок. Такая политика позволила удерживать инфляцию на уровне менее 2% и безработицу – менее 6%, что ниже целевых индикаторов. Европейский центральный банк с 2009 г. по 2014 г. ступенчато снижал ставку с 2,5%, доведя ее практически до нуля (до 0,05%), а в мае 2014 г. первым в мире среди финансовых регуляторов допустил отрицательные ставки по депозитам (– 0,1%).

Основным инструментом денежной политики в США были три раунда **количественных смягчений** в виде покупок ФРС казначейских, ипотечных бумаг, облигаций и других активов на 3,5 трлн долл. В январе 2014 г. началось постепенное ужесточение политики, а в октябре произведен последний выкуп и объявлено о завершении программы смягчения.

В Европе аналогичная стимулирующая политика актуализируется вследствие ключевых рисков: торможения роста, усугубления долгового кризиса в странах еврозоны. В октябре 2014 г. стартовал выкуп французских краткосрочных ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. Начата объявленная в январе 2015 г. программа выкупа государственных облигаций на сумму 60 млрд евро ежемесячно – всего на 1,1 трлн евро до сентября 2016 г.

Схожие меры реализуются в Японии в виде стимулирующей программы скупки облигаций в размере до 80 трлн иен (эквивалентно 700 млрд долл. в год), снижения ставки до 0,1%.

Предельно либеральный монетарный подход задал мощный импульс экономическому развитию через рост инвестиций, занятости и потребления с сопутствующими рисками. Но эти «полезные» для экономики риски перевешиваются **рисками перегрева финансовых рынков, снижения устойчивости в банковском секторе** одновременно и во многих странах. Активно растет капитализация рынка акций, в особенности IT-компаний. Индекс

S&P 500 достиг очередного исторического максимума в ноябре 2014 г., а нынешний «бычий» рынок, по подсчетам RBC Capital Markets, уже занял 4-е место (из 23 периодов роста с 1897 г.).

Эксперты МВФ отмечают необычную синхронизацию этих явлений во времени и в отношении разных активов в разных странах. На наших глазах формируется **феномен разнонаправленности экономической и финансовой глобальной эволюции**. Если экономический рост и макрориски имеют чрезвычайно сильный разброс по странам и часто асинхронны, то финансовый капитал по всему миру можно рассматривать как мощный поток с единым вектором развития; финансовые рынки гораздо более синхронизированы, чем объемы производства и товарные рынки. В связи с этим более мощный монетарный базис, сформированный финансовыми регуляторами, стал основой глобальной активизации финансового, во многом фиктивного капитала.

Таким образом, мягкая политика несет экономические выгоды, одновременно усиливая риски финансовой нестабильности. Ключевой вопрос состоит в том, чтобы уловить моменты, когда мягкая денежная политика приведет к перегреву финансовых рынков, надуванию пузырей с последующим серьезным схлопыванием. Ведь рынок на раздутой денежной базе как бы саморазогревается и идет вразнос. Эксперты МВФ приводят примеры возможного падения рыночной стоимости глобальных портфелей облигаций более чем на 3,8 трлн долл. (свыше 8%) при быстрой корректировке рынка при повышении процента и премий за срок на 100 базисных пунктов.

Рынки сейчас малоликвидны, низковолатильны, они находятся в ситуации «зависания» после резкого роста с возможным столь же резким падением. Демпфером в ситуации потенциальных шоков может стать ужесточение денежно-кредитной политики, в частности, повышение ставок. МВФ рекомендует финансовым системам преодолевать зависимость от либеральных денежно-кредитных условий. На смену монетарным подпоркам должны прийти ресурсы самофинансирования как база самоподдерживающегося роста на основе активизации инвестиций и занятости.

Важным фактором финансовой нестабильности является **проблема фондирования в банковской системе**. В целом банки в еврозоне стали более устойчивыми, нарастили капитал. В 2013 г. крупнейшие банки выдержали около 120 стресс-тестов,

подтвердивших их относительную стабильность. Однако остаются высокими ресурсные риски. Европейские банки прибегают к мезонинному выпуску сложноструктурированных обязательств с условием последующего долевого статуса первичных кредиторов. Эти действия в будущем могут поставить банки в трудное положение в связи с необходимостью поддерживать высокие котировки и выплачивать дивиденды в условиях замедления экономической активности. Иными словами, усложнение фондирования можно расценивать как потенциальный источник финансовой нестабильности.

Высокими остаются уровни **рисков по проблемным кредитам в условиях недостаточности капитала** в восточноевропейских банках. На едином европейском рынке обострение нестабильности в одной стране может спровоцировать напряженность в соседних юрисдикциях. Так, возможен эффект «заражения» от Болгарии, пережившей в 2014 г. кризис ликвидности и банковскую панику и получившей в декабре спекулятивный рейтинг.

Усилению финансовой неопределенности способствует и активно растущий и слабо регулируемый **параллельный (теневой) банкинг**. На субъекты теневого банкинга (хедж-фонды, паевые и инвестиционные фонды, трастовые компании и прочие небанковские финансовые учреждения) не распространяются довольно жесткие Базельские стандарты достаточности капитала и контроля рисков¹. Теневой сектор подпитывает наличие свободной ликвидности и спроса институциональных инвесторов. Именно в параллельной банковской сфере сосредоточен вновь активизирующийся рынок спекулятивных производных бумаг (структурированных продуктов, деривативов, свопов), аналогичных инструментам, запустившим в 2008 г. мотор кризиса в США.

По данным мониторинга Global Shadow, осуществляемого Banking Financial Stability Board, объем теневого банковского сектора в мире достиг 75 трлн долл., что составляет около 120% мирового валового продукта, или четверть всех финансовых активов. Наибольшие риски концентрируются в теневом банковском секторе США и Китая.

¹ Международные стандарты Базельского комитета по банковскому надзору.

При этом сфера управления инвестиционными фондами высококонцентрирована: в крупнейших 10 фирмах по глобальному управлению активами сосредоточены активы на сумму свыше 19 трлн долл., что еще более усиливает глобальные риски – рыночные, а также ликвидности [1]. Создается иллюзия накопления ликвидности, всегда доступной инвесторам, но это именно иллюзия, так как в периоды кризиса и стресса возникнет эффект домино и дефолтов по инструментам в руках инвесторов. Может повториться ситуация 2008 г., когда участники рынка производных инструментов были застрахованы кредитно-дефолтными свопами, но в глобальном итоге страховка не сработала.

Рост теневого банкинга усиливает глобальную финансовую нестабильность вследствие возможных схлопываний в этом сегменте рынка.

Усиление волатильности на валютном рынке также провоцирует финансовую нестабильность. Так, продолжающееся укрепление доллара удорожает долларские заимствования европейских банков и создает угрозу их финансовой стабильности по мере дальнейшего ослабления евро.

Финансовые эксцессы развивающихся экономик

Замедление темпов роста в развивающихся странах нарушает глобальную финансовую стабильность. Одновременно эти страны испытывают **влияние финансовых рисков и со стороны развитых стран**. Следует отметить негативный эффект активизации **зарубежных заимствований корпораций развивающихся стран**, номинированных в сильных валютах, прежде всего в долларах. Примерно три четверти выпущенных заемщиками развивающихся стран еврооблигаций на сумму 2,6 трлн долл. эмитированы в американской валюте. Трансграничные кредиты международных банков развивающимся странам в объеме 3,1 трлн долл. в середине 2014 г. также представлены преимущественно в долларовой оболочке.

Чрезмерное наращивание внешнего долгового бремени на развивающихся рынках чревато **снижением кредитоспособности и валом корпоративных и банковских дефолтов** вследствие снижения потенциала обслуживания долга. По оценкам, в структуре корпоративного долга доля опасного внешнего долга

составляет 35%. Корпоративные риски меньше лишь в тех странах, которые имеют достаточно емкий внутренний рынок долга (страны Латинской Америки).

Риски глобальной финансовой нестабильности усиливаются также вследствие **активизации портфельных инвестиций развитых стран в развивающиеся** – они составляют более 4 трлн долл., или примерно 13% всех инвестиций. Удвоение вложений в развивающиеся рынки за последнее десятилетие усиливает риск переноса финансовых эксцессов из развитых стран; этому способствует и синхронизация цен на активы во всем мире.

Помимо корпоративных долговых рисков, сохраняются и **суверенные риски развивающихся стран**, подпитывающиеся негативным эффектом заражения от технического дефолта Аргентины, грозящего в 2015 г. перейти в реальный в случае неудачной реструктуризации долга.

Ситуация усугубляется **нестабильностью валют развивающихся стран**. К концу 2014 г. укрепление доллара на фоне падения цен на сырье привело к новому витку ослабления валют развивающихся стран, включая российский рубль. Бразильский реал за второе полугодие 2014 г. подешевел на четверть, девальвируются и валюты Мексики, Индонезии. Понижительное давление на эти валюты в 2015 г. продолжится. Потенциал падения рупии, песо, рубля эксперты оценивают в 10–30%.

С большой долей вероятности следует ожидать, что **активизируются риски оттока капитала из стран с формирующимися рынками, ослабления национальных валют, схлопывания фондовых пузырей**. Это происходит как по причине внутренних проблем (слабость экономики, замедление роста), так и вследствие начавшегося ужесточения денежной политики США и Великобритании. В этих условиях инвесторы уводят капитал из зон повышенного риска.

Наконец, немаловажную роль играют **геополитические риски** в контексте ситуации в Украине. Они напрямую влияют на экономические перспективы в России и еврозоне по таким каналам, как цены на биржевые товары и финансовые активы, разрывы цепей товарных поставок, туристических потоков и пр. Перечисленные риски в России уже реализовались в виде глобального исхода капитала по итогам еще не самого драматичного 2014 г.: чистый отток капитала из РФ, по данным платежного

баланса, за год вырос в 2,5 раза и достиг 151,5 млрд долл. – самого высокого уровня за всю историю современной России.

Долговые риски в современной экономике

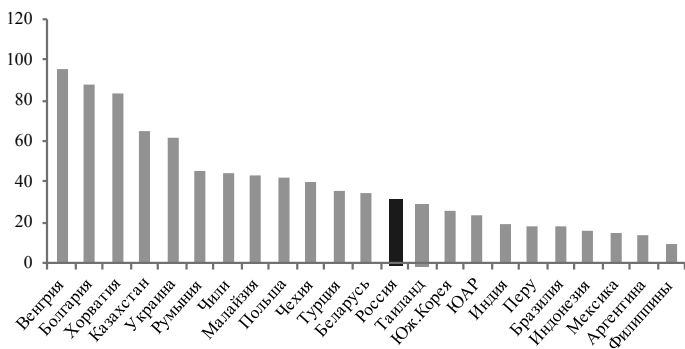
Во время кризиса 2008 г. суверенные долги и нагрузка на бюджет резко выросли вследствие финансирования государством антикризисных мероприятий (национализация крупных банков, спасение ипотечных и страховых компаний). Это вытесняет необходимые для стабильности и развития затраты (социальные расходы и инвестиции). Трудности некоторых стран (пример Японии) состоят в неблагоприятном сочетании роста долга, замедления экономики и дефляции.

Проблема долгов в мировой экономике, ставшая одной из причин событий 2008 г., после кризиса не исчезла; суммарный долг даже вырос. По данным Института международных финансов и Международного центра денежно-кредитных исследований, на середину 2014 г. совокупный долг (исключая финансовый сектор, долги в котором относительно снижаются) составил 245% мирового ВВП (в 2008 г. – 214%). В развитых странах долг достиг 385% ВВП этих стран. Долг с учетом финансового сектора составил в США 363% ВВП, в Великобритании – около 500% ВВП. Но наибольшую опасность таит быстрый рост долга в развивающихся странах: в Китае, Аргентине, Турции, Таиланде (рис. 1).

Вне зависимости от конфигурации связки «долг – экономический рост – дефляция» следует признать **высокую степень вероятности в разных странах частных суверенных и корпоративных дефолтов.**

Какова ситуация с долгом в РФ? Ее суверенный долг невысок: на 01.01.2015 г. на сектор государственного управления приходится только 41,5 млрд долл. из общего объема долга 599,5 млрд долл. Суверенный долг составляет 2,6% ВВП. Казалось бы, накопленные резервы (378 млрд долл. на начало 2015 г., или 14 месяцев импорта при безопасном уровне 3 месяца) позволяют его обслуживать. Однако резервы вследствие ухудшения внешней экономической и политической конъюнктуры за год сократились на 114 млрд долл. Уровень валютных резервов (без монетарного золота) уже приблизился к черте безопасности, которая

складывается из суммы суверенных нефтяных фондов РФ, кредитов банкам в виде валютных РЕПО и объема 3-месячного импорта.



Источники: Всемирный банк, МВФ.

Рис. 1. Отношение внешнего долга частного сектора (банков и нефинансовых организаций) к ВВП в отдельных странах с растущими рынками на 01.01.2014 г., %

Ситуация ухудшается и в связи с понижением мировыми агентствами, впервые за последние 10 лет, суверенного рейтинга до уровня спекулятивного. В итоге российская страновая премия за риск достигла в начале 2015 г. 9,4%. Снижение рейтинга усиливает отток частного капитала, давление на рубль (по экспертным оценкам, он дополнительно потеряет 5% справедливой стоимости), падение на фондовом рынке, усиление денежного голода (особенно сильно пострадает банковский сектор), удорожание обслуживания долга, включая издержки по досрочной выплате.

Тем не менее суверенный дефолт пока России не грозит. Главные риски скопились в корпоративном секторе: на 1 января 2015 г. на банки и другие секторы приходится 91% общего долга. При этом значительная доля частного долга – это, по сути, долг государственных компаний и банков, составляющий 52% общего долга РФ. Так, на 01.10.2014 г. долгамиотягощены именно банки с участием государства в капитале: на них приходилось, по данным ЦБ РФ, 62% внешнего долга банковского сектора, на частные банки – 24%, дочерние иностранные – 14%.

Долг с процентами к погашению в 2015 г. составляет 125,3 млрд долл. (таблица), но реальные чистые выплаты

по нерезфинансируемому внешнему частному долгу составят 65 млрд долл. При недостатке внутренних валютных накоплений предприятий возможна покупка ими валюты на рынке у банков, которые, в свою очередь, будут покупать ее у ЦБ РФ. Таким образом, международные резервы Банка России могут уменьшиться на 30–50 млрд долл.

Оценка внешнего долга России и его планируемое погашение (основной долг и процентные платежи) по секторам в 2014–2015 гг., млрд долл.

Показатель	Внешний долг на 01.10.2014	К погашению в 2015 г.
Всего	678,4	125,3
Органы государственного управления	48,3	6,4
Центральный банк	15,7	0
Банки и прочие секторы	614,4	118,8
Банки	192	42,2
Прочие секторы	422,4	76,7

Источник: данные Банка России.

Наиболее крупные погашения по еврооблигациям и западным кредитам предстоит осуществить государственным банкам и компаниям, не имеющим вследствие санкций доступа к западным рынкам капитала: ВТБ, Сбербанку, «Газпрому» и др. В конечном итоге возврат квазигосударственного долга гарантируется средствами налогоплательщиков. Это отражает общую картину тотального огосударствления российской экономики в ближайшие годы и отхода от принципов рыночной экономики. Распределение внешнего долга компаний на 01.08.2014 г., по данным Банка России, было следующим: нефтегазовая отрасль – 64%, металлургия – 13%, транспорт, телекоммуникации, розничные сети – 18%, производство химических и минеральных удобрений – 5%.

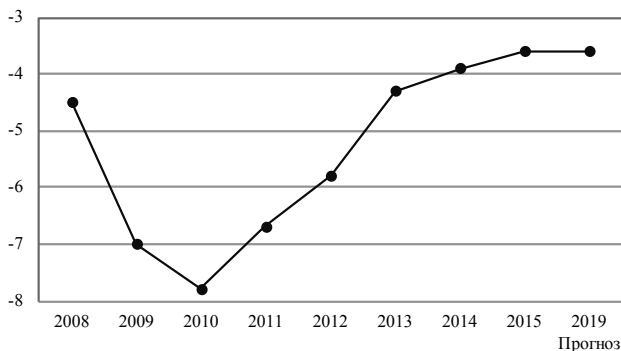
Что касается компаний и банков, не поддерживаемых государством, то невозможность рефинансирования внешнего долга повлечет за собой банкротства и усиление оттока капитала из частного сектора. Высказывалось предложение реструктуризировать внешние долги системообразующих предприятий российскими банками на докризисных условиях. Однако ведущие банки сами нуждаются в помощи и докапитализации. Поэтому финансирование санации крупных компаний осуществляется через государственную структуру – Внешэкономбанк.

Таким образом, современные финансовые риски в глобальной экономике, во-первых, имеют тесную взаимосвязь с макроэкономическими рисками и, во-вторых, рождаются прежде всего в развитых странах, «инфицируя» далее развивающиеся экономики.

Преодоление глобальной финансовой нестабильности

В условиях нового дисбаланса между экономическими и финансовыми рисками с преобладанием последних становится ясна ключевая роль финансовой политики, понимаемой в широком смысле. Рассмотрим ее основные направления.

Модернизация бюджетной политики как фактор финансовой стабилизации. Бюджетную политику и состояние бюджета необходимо рассматривать двояко: как относительно самостоятельную сферу и в связи с финансовой стабилизацией. Анализ структурного сальдо бюджета (в % к потенциальному ВВП) по развитым странам показывает его достаточно высокий дефицит, имеющий слабо выраженную тенденцию к снижению (рис.2). Это объясняется значительными государственными расходами антикризисного характера, а также расходами по финансированию инвестиций и роста.



Источник: данные МВФ.

Рис. 2. Структурное сальдо бюджета в странах с развитой экономикой в 2008–2019 гг., % к ВВП

Бюджетная политика, будучи относительно самостоятельным феноменом, должна более широко и адаптивно реагировать на внешние условия. Бюджетная консолидация, налоговые

решения, оптимизация структуры расходов бюджета, установление бюджетных правил и основных параметров бюджета должны проводиться на гибкой основе, в зависимости от тяжести долговых и иных макроэкономических проблем. Бюджет и его сбалансированность не должны быть фетишем для правительств; бюджет должен правдиво отражать ситуацию, а в случае кризиса необходимо сокращение государственных расходов – прежде всего неоправданных, относительно излишних, нерациональных, коррупциогенных. Это избыточные административные и бюрократические расходы, часть расходов по обслуживанию государственного аппарата, силовых и военных структур и пр.

Одновременно взятие государством на себя ответственности за модерирование развития в условиях кризиса означает, что бюджетный канал может быть комплементарен к комплексу макроэкономических структурных мер в области создания рабочих мест, преодоления безработицы² и содействия экономическому подъему и росту – например, путем преференций работодателям в части взносов на социальные и пенсионные системы. Перераспределение расходов на эти цели, а также на активизацию государственных инвестиций в инфраструктуру, в ключевые отрасли и сферы позволит поддерживать бюджет, не увеличивая его дефицит.

Особенно важно поддержание инфраструктуры: в мире существует дефицит ее услуг на душу населения, а доля государства в основных фондах последовательно снижается. По расчетам, рост валового национального продукта вследствие увеличения инвестиционных расходов государства на инфраструктуру находится в корреляции 1/1,5 после четырехлетнего периода инвестиций. Критичными в этом процессе являются уровень использования мощностей и структура финансирования (более эффективны при прочих равных условиях рыночные каналы в виде долговых бумаг, нежели рост налогов).

Бюджетная политика и суверенный долг. Кризис привел к необходимости переоценки уровня безопасности суверенных долгов. Маастрихтский критерий – 60% ВВП – не выдерживается рядом стран; многие из них близки к новому критическому уровню – 90%. Кризис выявил и иные проблемы в области

² В мире более 200 млн безработных, и их число может вырасти к 2018 году на 13%.

суверенных долгов: недостаточная либо поздняя реструктуризация долга с участием МВФ; низкая эффективность реструктуризации на договорной основе, в том числе по странам с просроченной задолженностью. Одновременно острой становится проблема поддержания емкого и ликвидного рынка государственных облигаций, укрепления устойчивости портфелей долговых обязательств. Это входит в перечень целей управления долгом, ибо без обеспечения ликвидности рыночные способы его урегулирования попросту не работают.

В целях содействия финансовой стабилизации и снижения внешней уязвимости стран МВФ и Всемирный банк при участии ОЭСР в апреле 2014 г. обнародовали **Руководящие принципы управления государственным долгом**. В соответствии с ними следует повысить реалистичность оценки рисков, связанных со структурой долга, на основе анализа макрофискальных рисков. Этот анализ в наибольшей степени необходим для стран с повышенной внешней уязвимостью.

Бюджетная и монетарная политика: в одной связке. В настоящее время стабилизация финансовых рынков и банковского сектора все более активно поддерживается импульсами из бюджетно-налоговой системы. Монетарная и бюджетная политика все более тесно переплетаются: в период кризисов активизируется выкуп на баланс центральных банков государственных бумаг, что увеличивает доступ экономических агентов к ликвидности и решает проблему суверенных долгов. Подобные бюджетные корректировки расширяют спектр инструментов стабилизационного антициклического характера, придают денежно-кредитной политике не вполне традиционный вид симбиоза с государственными финансами.

Обычно в период кризиса оптимизируются расходы бюджета, повышаются налоги. Таким образом, для развитых стран, например, США, вполне типично во время кризиса сочетание мягкой монетарной и жесткой бюджетной политики.

В России, как показывают дискуссии на Гайдаровском форуме 2015 г., в экономической власти нет консенсуса относительно выбора антикризисного тренда. Позиция Министерства финансов и Центрального банка РФ состоит в ужесточении и монетарной, и бюджетной политики: сокращение расходов, рост

налогов и резервов, поддержание высоких ставок, сохранение бюджетных и валютных резервов. Министерство экономики, напротив, склонно к принятию экономических рисков, росту госрасходов, трате суверенных нефтяных фондов, снижению ставок и иных мер денежного стимулирования. Высказывается и мнение о сочетании жесткой монетарной и умеренно мягкой фискальной политики; ведь ужесточение налоговой политики приводит к замедлению инвестиций, что сильно ухудшает будущую базу налогообложения.

Думаем, резкое повышение ставок, сыграв положительную роль в обуздании всплеска спекулятивной активности на валютном рынке, должно смениться к середине 2015 г. их падением (при условии снижения инфляции) до уровня, более или менее комфортного для кредитования и оживления деловой активности. Пока ключевая ставка остается на довольно высоком уровне – 15%; ее снижение 20 января 2015 г. на 2 п. п. следует признать нерадикальным.

Денежно-кредитная политика: нетрадиционные меры. При проведении антикризисной либеральной политики центральные банки развитых стран дополнили традиционное манипулирование процентными ставками **нетрадиционными мерами денежно-кредитной политики** – крупномасштабным выкупом на баланс центральных банков государственных бумаг, долгосрочными операциями рефинансирования. Они позволили поддержать не только суверенную, но и, вследствие эффекта переноса («заражения»), глобальную финансовую стабильность, снизить неопределенность и волатильность на финансовых рынках в период повышенного стресса, не допустить глобальную депрессию. По оценке МВФ, предпринятое ФРС количественное смягчение способствовало повышению мирового объема производства более чем на 1%.

Однако длительное применение таких мер в рамках мягкой денежной политики и сверхнизких ставок порождает самоуспокоенность, упование на силу регулятора и одновременно усиливает риск-аппетиты инвесторов. Вторичными эффектами в глобальной экономике стали повышение цен на финансовые активы, чрезмерная активизация капитальных потоков, операций на кредитном, валютном рынках и рынке недвижимости.

При выходе из мягкой политики с элементами нетрадиционных мер необходимо уравнивание двух рисков: для деловой активности – от преждевременного, а для финансовой стабильности – от запоздалого выхода. Это достигается мерами макропруденциальной политики и укреплением каналов передачи воздействия монетарных импульсов на реальную экономику. Например, позитивно расширение кредитов Центрального банка на основе своповых соглашений, а также усиление финансовой поддержки МВФ.

Реструктуризация банковского сектора. Это – одно из ключевых направлений поддержания глобальной финансовой стабильности. После реализации в 2008–2009 гг. стандартных антикризисных программ, включавших экстренные меры, в том числе государственную поддержку, банки стали более устойчивыми, перешли на новый уровень капитализации, создали буферные подушки безопасности. Теперь они должны решать задачи кредитования реального сектора.

В еврозоне по выборке из 300 банков развитых стран (на них приходится 70% совокупных активов) можно судить о реальной способности успешно содействовать экономическому росту. За 2008–2014 гг. европейские банки нарастили капитал на 260 млрд евро. Однако до сих пор есть группы банков с недостаточной капитализацией и низкой рентабельностью собственного капитала. По расчетам МВФ, по 80% активов крупнейших банков норма прибыли не обеспечивает требуемую акционерами доходность.

Многие банки еврозоны имеют проблемы с фондированием; их балансы окончательно не восстановлены в ходе банкротств корпоративных заемщиков из реального сектора. Незаконченная реструктуризация долга делает практически невозможным рентабельное кредитование экономики. Поэтому необходимы меры по оздоровлению одновременно и банковского, и реального сектора. Без расчистки корпоративных и банковских завалов, восстановления кредитных потоков дальнейшее развитие экономики невозможно.

Для современного банковского сектора актуальны такие меры, как: досоздание банками резервов на убытки по ссудам, списание безнадежных долгов, создание национального банка плохих долгов, выкупающего «токсичные активы», облегчение

банковских балансов за счет передачи ряда операций небанковским кредитным организациям путем секьюритизации кредитов³ с соответствующим контролем и регулированием.

Кроме того, банкам требуется коррекция бизнес-моделей: перераспределение в портфелях активов, реструктуризация основных продуктов и операций, несение повышенных затрат на соответствие нормативным требованиям, повышение платы за банковские услуги.

В целом в банковском секторе прогнозируется общее сжатие бизнес-процессов. Это сопровождается падением доходности банковской деятельности (средняя рентабельность банков в еврозоне – 4%, а половина банков убыточны). При сужении банковского потенциала нарастает угроза экономическому развитию и одновременно усиливается объективный конфликт между менеджментом и собственниками банка, а в условиях финансового стресса, по исследованию МВФ, акционеры активнее «давят» на менеджмент, побуждая к рискованным операциям, в ущерб интересам кредиторов и других стейкхолдеров банка. Выходом может быть обязательное наличие структуры управления рисками, ориентация на корреляцию оплаты топ-менеджмента банков с рисками, вычеты при убытках, отсрочка бонусов и вознаграждений при неэффективности операций и т. п.

Вообще говоря, банки, не способные выполнять мегафункцию кредитования («зомби-банки»), не имеют права на существование. Санация банковского сектора, его очистка от нежизнеспособных субъектов позволит здоровому ядру банковского сектора освободиться от сомнительной конкуренции и активизировать корпоративное кредитование. По данным стресс-исследования Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, в РФ в 2015 г. могут ликвидироваться более 200 российских банков, в 2016 г. – 160 [2].

Регулирование системно значимых финансовых институтов. Банкротство ключевых финансовых компаний недопустимо,

³ Секьюритизация банковских активов – процесс замещения банковских ссуд выпуском ценных бумаг на их основе. В России, например, в силу выполнения с 2014 г. Центральным банком РФ функции единого регулятора финансовых рынков, это вполне выполнимо с административной точки зрения. К тому же некоторый опыт секьюритизации ипотечных и жилищных кредитов уже накоплен.

ибо чревато глобальной нестабильностью. Руководствуясь известным принципом *too big to fail* («слишком большой, чтобы упасть»), Совет по финансовой стабильности G20 опубликовал список системно значимых финансовых компаний разных стран мира (G-SIBs), включающий 29 крупнейших мировых банков.

В РФ таких банков будет 50 (список вариативный). Критерии системно значимых структур предложены Базельским комитетом по банковскому надзору. В России это – размер активов, капитала, вкладов (активы от 50 млрд руб., вклады от 10 млрд руб.) и роль банка на ключевых рынках; степень вовлеченности в денежный рынок, в частности, объем операций банка на рынке междилерского РЕПО; взаимосвязи банка с другими странами. На долю системных банков должно приходиться 80% операций.

В обмен на большую ответственность такие компании получают явную и неявную государственную поддержку в моменты кризиса. В 2012 г. только неявные субсидии глобальным корпорациям составляли до 70 млрд долл. в США и до 300 млрд долл. – в зоне евро. Это и государственные кредиты, и докапитализация через госструктуры, и безвозвратные государственные субсидии.

Безусловная поддержка гигантов негативно сказывается на конкуренции, усиливает нагрузку на бюджет и налогоплательщиков. Сами банки и их кредиторы становятся «расслабленными». Дабы уменьшить такие риски, для системно значимых банков регуляторы устанавливают жесткие сроки финансового оздоровления и реструктуризации (максимум до двух лет) и повышенные требования к капиталу, а также дают дополнительные рекомендации по надзорным полномочиям, внутреннему контролю, в том числе системам управления рисками, корпоративному управлению. Таким образом, господдержка рассматривается как обмен на большую ответственность системных банков. Предлагается также ввести на банки налог на обеспечение финансовой стабильности.

В России положение системно значимых банков определяется начавшимся банковским кризисом. Агентство Standard & Poog's назвало российский банковский сектор самым уязвимым среди семи крупнейших развивающихся рынков. Обесценивание рубля, санкции, резкий подъем ставок, снижение странового рейтинга нанесли серьезный удар по банкам, которым заблокирован доступ

к внешнему рынку капитала. В этих условиях им требуется дополнительная государственная поддержка. По «Плану первоочередных мероприятий по обеспечению развития, устойчивости и стабильности в 2015 году» примерно 30 банков с капиталом свыше 25 млрд руб. получают помощь Правительства РФ 1 трлн руб. через Агентство по страхованию вкладов (АСВ) в виде облигаций федерального займа. Это не бесплатная помощь, а, по сути, кредитование под залог государственных бумаг, причем цена кредита довольно высока: 17–18%. Предполагается направление этих средств на кредитование реальному сектору, но по силам ли конечным заемщикам такой дорогой кредит? Не существует и гарантий направления этих средств именно в промышленность, а не на валютный рынок. Кроме того, до получения господдержки требуются дополнительные взносы акционеров в капитал банков, что во многих случаях затруднительно.

Помимо поддержки в виде госбумаг, дополнительно будет выделено из средств Фонда национального благосостояния (одного из нефтяных бюджетных фондов) 250 млрд руб. банкам, пострадавшим от санкций: ВТБ, Газпромбанку, Россельхозбанку. Они обязуются использовать эти средства на кредитование приоритетных инвестпроектов ключевых российских предприятий.

Специфика России в том, что большая часть системно значимых банков уже являются государственными; дальнейшая закачка в них ресурсов приведет к тотальному огосударствлению банковского сектора. По оценке Г. Грефа, озвученной на Гайдаровском форуме-2015, в случае активного невозврата корпоративных кредитов крупные банки станут владельцами гигантских заложенных материальных активов, что окончательно исказит рыночный характер национальной экономики.

Совершенствование макропруденциальной политики.

По определению одного из ее главных кураторов в России, макропруденциальная политика – комплекс превентивных мер, направленных на минимизацию риска системного финансового кризиса, т. е. риска возникновения ситуации, при которой значительная доля участников финансового сектора становится неплатежеспособной или теряет ликвидность, в результате чего они не могут функционировать без поддержки органов денежно-кредитного регулирования или органа пруденциального надзора [3].

Отсюда ясны конечные цели монетарной и макропруденциальной политики: первая направлена на ценовую стабильность или, если это определено мандатами денежно-кредитных регуляторов, на стабилизацию производства и занятости (как в США); вторая – на финансовую стабильность. Залогом успеха является компромисс между этими целями. Сдерживать финансовые риски и одновременно содействовать кредитованию и росту легче в тех национальных системах, где функционирует единый регулятор (мегарегулятор); таких стран – 40% от общего числа, и Россия – в их числе. В любом случае макропруденциальная политика является самостоятельным блоком в общей экономической политике, приобретающим все большее значение в условиях нарастания финансовой нестабильности.

Примером макропруденциальных мер может служить ужесточение надзора за управляющими компаниями на финансовом рынке, за уровнем левереджа и достаточности капитала, особенно у субъектов параллельного банкинга.

Между тем финансово-экономические эксцессы делают невозможным в некоторых юрисдикциях соблюдение международных требований по капиталу и риску (так называемые Базельские стандарты I, II и III). Так, в России вследствие трудности с доступом к международной ликвидности и пересмотром взглядов инвесторов на суверенный риск произошел фактический отказ от ряда требований не только «Базеля III» (отменено уже происшедшее повышение с 01.01.2015 г. достаточности основного капитала с 5,5% до 6%; отложено внедрение коэффициента краткосрочной ликвидности), но и «Базеля II» (отказ от расчета операционных рисков и смягчение подхода к оценке рыночных рисков по облигациям). Это – еще один шаг к финансовому изоляционизму, который катастрофичен в глобальной экономике.

Для ограничения цепной реакции неликвидности на рынках регуляторы в стрессовой ситуации должны активнее предлагать свопы в иностранной валюте на основе двух- и многосторонних соглашений, сокращать предложение долгосрочных бумаг на своих аукционах. В критических случаях возможна поддержка ресурсами МВФ.

Условием эффективности макропруденциальной политики является достаточный информационный массив для мониторинга рисков финансовой нестабильности. Важны также законодательно прописанные полномочия и мандаты для применения инструментов макропруденциальной политики и информирование бизнес-общественности о применяемых действиях. В идеале во всех финансовых институтах должны быть созданы структуры управления комплаенс-рисками (compliance – согласие, соответствие) – рисками несоблюдения требований регуляторов, надзорных органов, законодательства и пр.

Преодоление финансовой нестабильности в РФ: интерпретация МВФ и внутренние рецепты

Мы упоминали российскую экономику в контексте общей ситуации на развивающихся рынках и их роли в глобальном мирохозяйстве. Для таких стран мировые регуляторы советуют при возобновлении финансовой нестабильности применять меры, сформулированные довольно обтекаемо. К примеру, по возможности обеспечивать гибкость обменного курса, *«но не любой ценой»*; облегчить ликвидность и ограничить волатильность курса *«некоторым уровнем интервенций»*; *«в некоторых случаях»* полезны меры по регулированию капитальных потоков.

Отсутствие категоричности вполне объяснимо из-за непредсказуемости многих финансовых эксцессов в мировой экономике. Но Россия, как, пожалуй, никакая другая страна, испытывает сильные финансовые, банковские, бюджетные, валютные, долговые риски, во многом спровоцированные изъятиями своей внутренней и внешней политики. Важно и объективное влияние внешнеторговой конъюнктуры: среди добывающих стран от падения цен на нефть РФ пострадает больше всех. По оценке российских экспертов и международных финансовых институтов, при вилке цен 50–70 долл./барр. падение ВВП в 2015 г. составит 4–6,5%. Лишь при смягчении геополитической напряженности экономика вырастет на 0,5% в 2015 г. Но и тогда сохранится высокий отток капитала – на уровне 100 млрд долл.⁴ Это вывод миссии МВФ по России, сделанный в октябре 2014 г.

⁴ Последний прогноз Министерства экономического развития по оттоку капитала на 2015 г. – 115 млрд долл.

Рекомендации МВФ сводятся к поддержанию высоких ставок в целях ограничения инфляции, смене бюджетной консолидации на выжидательный режим нейтральной фискальной политики. Общая рекомендация состоит в необходимости проведения структурных реформ, улучшения бизнес-климата и преодоления изоляционистских тенденций, в том числе и путем отмены санкций и контрсанкций. Непосредственная помощь МВФ России в эти годы не запланирована. Максимальные усилия можно приложить к нормализации многосторонних отношений РФ с международными финансовыми институтами, но эти отношения неэсклюзивные, а такие же, как те, что выстраиваются с Турцией, Аргентиной. Двусторонние же отношения России имеют слабые перспективы по известным причинам.

Безусловно, даже в условиях финансовой изоляции Россия реагирует на изменения в мировой экономике. Так, начавшееся смягчение денежной политики в ЕС ослабляет евро, и это приводит к сильному сокращению международных резервов России в части активов в евро. Но одновременно экономический рост в еврозоне повысит спрос на экспорт энергоресурсов из России, улучшит тем самым состояние российского бюджета и экспорта, а также удешевит российские корпоративные займы. Однако верный в теории эффект может оказаться незначительным – его перевесят внутренняя девальвация, низкий рейтинг, сохранение санкций, бюджетные и долговые трудности РФ.

Таким образом, преодолевать общеэкономическую и финансовую нестабильность России приходится, по существу, в одиночку и с упованием на спасительное изменение внешних факторов. Принятый антикризисный план, предполагающий бюджетную консолидацию и поддержку системных значимых предприятий и банков, требует значительных объемов финансирования – 2,375 трлн руб.⁵ Из этой суммы подтвержденной и реальной является конвертация валюты из Резервного фонда в рубли в объеме 500 млрд руб. (всего Резервный фонд составляет 4,9 трлн руб.) и предоставление ликвидности через банки реальному сектору. Дабы это не стало голой эмиссией и давлением на курс рубля и инфляцию, Центральный банк должен стерилизовать

⁵ Без учета «материальной» помощи банкам в виде облигаций федерального займа – 1,375 трлн руб.

денежную массу путем эквивалентной продажи валюты на открытом рынке. Пока неясно, будет ли проводиться такая абсорбция. В этом смысле повышение открытости политики, информированность бизнес-сообщества со стороны Банка России будет способствовать позитивным ожиданиям в экономике. Ведь именно неопределенность подпитывает и без того высокие риски. Но еще более важной является выработка консолидированной позиции всех ветвей экономической власти.

На наш взгляд, объединяющей идеей могло бы стать отношение к кризису как к возможности сменить парадигму роста. «Попытка жестко защитить механизмы вчерашнего роста способна лишь усугубить проблемы, поскольку предпосылки для такого роста уже исчерпаны (иначе и не было бы никакого кризиса)» [4]. Речь идет о смене экспортноориентированной сырьевой модели развития с ориентацией на внутренний спрос.

Литература

1. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности / Принятие рисков, ликвидность и теневая банковская деятельность: ограничение эксцессов при одновременном содействии росту // Аналитическое резюме. – 2014. – Октябрь. – С.2.

2. Слишком много банков // Вести.ру. – 2015. – 26 янв. URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2015/01/27/slishkom-mnogo-bankov> (дата обращения: 05.03.2015).

3. *Моисеев С. Р.*, заместитель директора Департамента финансовой стабильности Банка России. Макропруденциальная политика [Электронный ресурс] URL: http://www.cbr.ru/ireception/terms_dfs.pdf (дата обращения: 05.03.2015).

4. *Дерлугьян Г.* Кризисы неизбежны – как с этим бороться // Эксперт. – 2009. – № 1.