



МОСКОВСКИЙ
ОБЩЕСТВЕННЫЙ
НАУЧНЫЙ ФОНД



ЦЕНТР
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО
АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО
ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

210

НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ



СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ
СУВЕРЕННЫМИ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ
ФОНДАМИ РОССИИ И ДРУГИХ СТРАН
С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ
В УСЛОВИЯХ КОРРЕКЦИИ
ГЛОБАЛЬНЫХ ДИСБАЛАНСОВ

*Мы создаем возможности
Мы содействуем переменам*



Московский общественный
научный фонд (МОНФ)
некоммерческое
общественное объединение.
Действует с 1991 г.

Стратегии управления суверенными инвестиционными фондами России и других стран с развивающимися рынками в условиях коррекции глобальных дисбалансов. Серия “Научные доклады: независимый экономический анализ”, № 210. М.: Московский общественный научный фонд; Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, 2010.

Миссия:

МОНФ создает возможности нововведений и оказывает содействие инновационным процессам в сфере развития гуманитарного и общественно-политического знания.

Это наш вклад в укрепление гражданского общества и демократического правового государства в России.

Президент Московского общественного научного фонда
к.э.н. В. Б. БЕНЕВОЛЕНСКИЙ

Издания серии “Независимый экономический анализ” представляют работы участников Программы поддержки независимых экономических аналитических центров в Российской Федерации.

Реализация Программы, включая настоящее издание, осуществляется Московским общественным научным фондом за счет средств, предоставленных Агентством по международному развитию США (USAID).



USAID
FROM THE AMERICAN PEOPLE

Наш адрес: Москва, ул. Красина, д. 27, стр. 2, офис 305

Тел./факс: (495) 250-99-06

Эл. почта: post@mpsfc.org

Адрес для корреспонденции: 101000, Москва, Главпочтамт, а/я 245

Адрес в Интернете: www.mpsfc.org

МОСКОВСКИЙ ОБЩЕСТВЕННЫЙ НАУЧНЫЙ ФОНД
ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Стратегии управления суверенными
инвестиционными фондами России
и других стран
с развивающимися рынками
в условиях коррекции глобальных
дисбалансов

Москва
2010

УДК 330.322
ББК 65.05
С 83

С 83 Стратегии управления суверенными инвестиционными фондами России и других стран с развивающимися рынками в условиях коррекции глобальных дисбалансов. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 210. Москва, Московский общественный научный фонд; Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, 2010, 128 стр.

Авторский коллектив – эксперты Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования:

Апокин Александр Юрьевич, к.э.н. (глава 1.1)

Мамонов Михаил Евгеньевич (глава 4)

Пенухина Елена Андреевна (глава 2)

Пестова Анна Андреевна (главы 1.2, 4, 5, Приложение)

Солнцев Олег Геннадиевич, к.э.н. (руководитель проекта, главы 3, 4, 6)

Период, предшествовавший глобальному финансовому кризису, ознаменовался активным формированием в странах с развивающимися рынками, в том числе в России, так называемых суверенных инвестиционных фондов (СИФ). Этот процесс стал одним из следствий нараставших глобальных дисбалансов, включая избыток сбережений в странах с развивающимися рынками (savings glut).

Кризис запустил процесс коррекции глобальных дисбалансов, что, с одной стороны, создает существенные риски для СИФ, с другой стороны, открывает для них ряд новых возможностей.

В настоящей публикации представлены результаты поиска подходов к формулированию стратегий инвестирования средств российских СИФ, адекватно учитывающих долгосрочные цели экономического развития России, а также риски, создаваемые коррекцией глобальных дисбалансов.

Мнения, высказанные в докладах серии, отражают исключительно личные взгляды авторов и не обязательно совпадают с позициями Московского общественного научного фонда.

Книга распространяется бесплатно.

ISBN 978-5-89554-345-0

© Московский общественный научный фонд, 2010.

© Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, 2010.

СОДЕРЖАНИЕ

О серии «Независимый экономический анализ»	6
Преамбула	7
1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов стран с развивающимися рынками на динамику процесса коррекции глобальных дисбалансов	11
1.1. Глобальные дисбалансы: причины возникновения и перспективы коррекции	11
1.1.1. Описание системы глобальных дисбалансов в научной литературе и ее изменение в связи с кризисом.....	12
1.1.2. Основные аспекты глобальных дисбалансов, рассматриваемые в научной литературе.....	17
1.1.3. Ключевые политико-экономических доктрины коррекции глобальных дисбалансов.....	20
1.1.4. Влияние финансового и макроэкономического кризиса (2008-2009 гг.) на глобальные дисбалансы	29
1.2. Суверенные инвестиционные фонды стран с развивающимися рынками в условиях коррекции глобальных дисбалансов	31
1.2.1. Группы стран, создавшие суверенные инвестиционные фонды, и основные источники формирования средств фондов.....	33
1.2.2. Масштаб и структура операций суверенных инвестиционных фондов на глобальном финансовом рынке.....	40
1.2.3. Основные этапы развития суверенных инвестиционных фондов.....	44
1.2.4. Цели деятельности суверенных инвестиционных фондов.....	45
1.2.5. Институциональная структура суверенных фондов.....	46
1.2.6. Инвестиционные стратегии суверенных фондов.....	47
1.2.7. Сотрудничество с государствами-реципиентами инвестиций и стандарты информационной прозрачности фондов.....	49
1.2.8. Воздействие глобального кризиса на финансовые показатели деятельности суверенных инвестиционных фондов.....	53
1.2.9. Воздействие кризиса на инвестиционные стратегии суверенных фондов	55
1.2.10. Прогноз объема активов суверенных инвесторов	56
1.2.11. Возможная роль суверенных фондов в разрешении глобальных дисбалансов.....	58
2. Российские суверенные инвестиционные фонды	59

3. Возможные стратегии размещения средств российских суверенных фондов в условиях коррекции глобальных дисбалансов	68
4. Прогноз возможных потерь российского банковского сектора в условиях глобального финансового кризиса и оценка потребности в поддержке со стороны государства	75
4.1. Оценка потенциальных потерь российского банковского сектора в условиях глобального кризиса 2008-2009 гг.	75
4.1.1. Тенденции и факторы роста потерь российского банковского сектора в среднесрочной перспективе	75
4.1.2. Прогноз роста доли «плохих долгов» в 2010-2011 гг.	86
4.2. Оценка потребности российского банковского сектора в докапитализации за счет государства в условиях глобального финансового кризиса	91
4.2.1. Оценка объема необходимой поддержки со стороны государства	91
4.2.2. Оценка структуры потребности банковского сектора в государственной поддержке	94
4.2.3. Необходимые изменения инструментов поддержки банковского сектора	97
5. Анализ практики и рекомендации по усовершенствованию инструментов поддержки отечественного фондового рынка за счет средств российских суверенных фондов	98
5.1. Содержание мер государственной поддержки отечественного фондового рынка	99
5.2. Цели поддержки российского фондового рынка	100
5.3. Риски и проблемы, сопряженные с интервенциями государства на фондовом рынке	103
5.4. Предложения по усовершенствованию механизма государственного участия на фондовом рынке	105
6. Предложения по использованию средств российских суверенных инвестиционных фондов для формирования конкурентоспособного национального финансового сектора и снижения зависимости экономики от притока заемных средств с внешних рынков	107
Приложение. Опыт государственной поддержки фондового рынка в зарубежных странах	118
Опыт государственной поддержки фондового рынка в Гонконге	118

Поддержка бразильского фондового рынка со стороны банка развития BNDES	119
Литература	121
Об авторах	123
Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования	124
Программа поддержки независимых экономических аналитических центров в Российской Федерации.....	126

О серии «Независимый экономический анализ»

С 2003 года Московский общественный научный фонд выпускает серию «Независимый экономический анализ». В изданиях серии представлены работы участников Программы поддержки независимых экономических аналитических центров в Российской Федерации. Эти публикации знакомят российского и зарубежного читателя с научно-аналитическим потенциалом сообщества негосударственных некоммерческих центров прикладного экономического анализа. Издания серии включают как работы прикладного характера (жанр аналитической записки – узкопрофильного тематического доклада – основной тип продукта центров – участников программы), объединенные в тематические сборники, так и более крупные монографические работы (работы этого жанра должны убедительно продемонстрировать, что профессиональная компетенция центров – участников программы стоит на прочном научном и методологическом фундаменте).

Общественная роль негосударственных некоммерческих центров прикладного экономического анализа состоит в расширении доступности профессиональной экономической экспертизы. Не подменяя собой академические институты в сфере фундаментальных исследований или аналитические структуры профильных министерств и ведомств в сфере разработки конкретных планов экономических действий, сообщество самостоятельных профессиональных аналитиков способно дать независимый прогноз последствий тех или иных решений, рекомендовать заинтересованным ведомствам альтернативы, разглядеть среднесрочные и долгосрочные тенденции развития и привлечь общественное внимание к необходимости действий. Сообщество представляет собой ресурс для политических партий и общественных движений, ориентированных на нужные обществу реформы. В условиях кадрового голода в регионах некоммерческие центры прикладного экономического анализа являются действенным инструментом повышения качества принимаемых решений на уровне регионов и муниципальных образований.

Издания серии обеспечивают широкое распространение результатов Программы, стимулируют дискуссию практически по всему кругу актуальных проблем экономических и социальных реформ в России.

Полную информацию о вышедших изданиях и сами публикации можно получить в Московском общественном научном фонде. За контактной информацией рекомендуется обращаться на сайт фонда в Интернете по адресу: www.mpsf.org.

*Редакционная коллегия
серии «Независимый экономический анализ»*

Преамбула

Период, предшествовавший глобальному финансовому кризису 2008–2009 гг., ознаменовался активным формированием в странах с развивающимися рынками так называемых суверенных инвестиционных фондов (СИФ). Речь идет об институтах, создаваемых правительствами с целью стерилизации избыточного притока экспортных доходов и использующих в качестве основного способа решения этой задачи инвестирование средств в зарубежные финансовые активы.

Быстрое расширение активов суверенных инвестиционных фондов в предкризисный период явилось прямым следствием нарастания глобальных дисбалансов, то есть дефицита сбережений в крупнейших развитых странах, компенсируемого за счет усиливающегося притока капиталов из развивающихся стран. Такая ситуация создавала у последних закономерные опасения по поводу долгосрочной устойчивости финансовых рынков и валют крупнейших западных стран. Одновременно явно избыточный объем официальных валютных резервов развивающихся стран стимулировал поиск менее консервативных и, соответственно, более доходных направлений размещения активов, нежели государственные облигации развитых стран и средства на депозитах в крупнейших западных банках.

Попытки суверенных инвестиционных фондов получить контроль над реальными активами в развитых странах высветили существенное несовпадение интересов различных групп государств по вопросу разрешения глобальных дисбалансов. Стало очевидно, что власти развивающихся стран предпочли бы трансформацию накопленного долга развитых стран в стратегические зарубежные активы, обеспечивающие доступ к передовым технологиям, природным ресурсам, рынкам, международным цепочкам создания стоимости. Развитые страны-заемщики, наоборот, проявили свою заинтересованность в предотвращении такой конверсии и в ограничении роста финансовых активов развивающихся стран – в том числе посредством изменения курсовых соотношений валют.

Целью данного исследования стал поиск подходов к формулированию стратегий инвестирования средств российских суверенных фондов, адекватно учитывающих долгосрочные цели экономического развития России, а также риски, создаваемые коррекцией глобальных дисбалансов.

При этом вопрос об эффективности инвестирования суверенных фондов изначально был выведен за рамки «узкофинансового» анализа, предполагающего поиск решений в языке классов инструментов, ликвидности, доходности, финансовых рисков. С учётом высокой неопределенности этих параметров в условиях ожидаемой коррекции глобальных дисбалансов такой выбор представлялся нам обоснованным.

Работа с самого начала не претендовала на создание завершённой методологии разработки подобных стратегий. Речь скорее шла о «пунктирном наброске», состоящем из базовых гипотез, оценок и предложений, которые могли бы быть использованы при разработке стратегий инвестирования средств российских СИФ.

В результате проведенного исследования были получены выводы, которые и намечают такой «пунктир». Вот эти выводы.

Во-первых, начавшаяся в 2008 г. коррекция глобальных дисбалансов с высокой вероятностью продолжится в перспективе ближайшего десятилетия. Этот процесс, вероятно, будет весьма длительным и «нелинейным». Формируемая им финансовая турбулентность будет сопровождаться снижением привлекательности портфельных инвестиций, а также увеличением роли прямых инвестиций в трансграничных капитальных потоках. Этой тенденции будет соответствовать рост доли прямых инвестиций в портфеле суверенных инвестиционных фондов.

Во-вторых, более интенсивное связывание средств суверенных фондов развивающихся стран в проектах прямых инвестиций, вероятно, станет одним из факторов (хотя и далеко не решающим), способствующих повышению сбалансированности мировой экономики. Основные направления балансирующего воздействия:

- повышение процентных ставок в экономиках развитых стран, способствующее восстановлению уровня сбережений в этих экономиках;
- по мере вывода средств фондов из долларовых активов – коррекция курса доллара к другим валютам, способствующая снижению дефицита баланса текущих операций США;
- повышение отдачи от инвестиций, в числе других факторов способствующее расширению производства.

В-третьих, в перспективе шести-семи лет Россия от ситуации существенного превышения валовых сбережений над инвестициями может перейти к ситуации дефицита сбережений. В результате экономика ока-

жется перед выбором между тремя возможными вариантами дальнейшего развития.

- Нарращивание привлечения компаниями внешних заимствований и инвестиций, причем в масштабах, существенно превосходящих показатели период «бума» внешнего корпоративного долга 2004–2007 гг. Такой вариант согласуется с сохранением докризисной консервативной стратегии инвестирования российских СИФ.
- Переориентация части средств, накопленных в российских СИФ, на финансирование инвестиций в реальном секторе.
- Стимулирование, с привлечением средств российских СИФ, развития отечественного финансового сектора. Цель такого развития – за счет модернизации финансовых институтов и повышения их устойчивости «переключить» на внутренний рынок часть сбережений российских компаний и населения, уменьшив их вложения в зарубежные финансовые активы.

В-четвертых, при реализации стратегий инвестирования средств суверенных инвестиционных фондов в активы реального сектора заметно возрастут институциональные риски, связанные с их размещением. В частности, речь идет о рисках давления на институты, ответственные за принятие решений по размещению средств, возникновения конфликта в рамках данных институтов, риске непрофессионального управления инвестициями, риске стимулирования ренториентированного поведения инвестируемых компаний, риске активизации спекуляций при осуществлении инвестиций на открытом рынке ценных бумаг.

В-пятых, ресурсы российских суверенных инвестиционных фондов могут быть использованы для решения задач повышения конкурентоспособности национального финансового сектора без создания дополнительного инфляционного давления на внутреннем рынке. Это связано с ожидаемым эффектом замещения притока внешних ссудных капиталов.

Это, а также отмеченный выше фактор институциональных рисков делают третий вариант решения проблемы дефицита сбережений (стимулирование отечественного финансового сектора) предпочтительным.

В-шестых, стратегия формирования конкурентоспособного финансового сектора с опорой на привлечение ресурсов ФНБ должна включать в себя три ключевых шага.

- Формирование ёмких сегментов внутреннего долгового рынка, расширяющих возможности российского сектора по предоставле-

нию масштабного и долгосрочного финансирования (корпоративные облигации, синдицированные кредиты, финансирование сделок слияний и поглощений, рынки секьюритизированных активов и др.).

- Формирование крупных, конкурирующих между собой банков с российским капиталом, выступающих в качестве маркетмейкеров на данных рынках, обладающих высокой инвестиционной привлекательностью и способных капитализироваться за счет мобилизации инвестиций на отечественном фондовом рынке.
- Создание современной системы финансового надзора и управления рисками кредитных организаций, соответствующей принципам «Базель-II» (стандартный подход), существенно повышающей прозрачность банковского бизнеса.

Основным инструментом, обеспечивающим реализацию данной стратегии, должно стать предоставление Внешэкономбанком (из средств, полученных с депозита ФНБ) долгосрочных субординированных кредитов банкам с условием выполнения определенных параметров программ развития приоритетных сегментов финансового рынка (обороты, объем и количество сделок и др.).

В-седьмых, объем средств, выделяемых государством в 2010 г. на рекапитализацию банков (100 млрд. руб.), вполне достаточен для решения проблемы нехватки капитала – но при условии сохранения послаблений к учету качества ссуд (в соответствии с Указанием ЦБ РФ № 2156-У).

Переход к отражению фактического качества ссуд потребует увеличения помощи государства на 130–140 млрд. руб.

При этом необходимо изменение структуры господдержки: уменьшение роли рекапитализации банков путем внесения облигаций федерального займа (ОФЗ) и перераспределение высвободившихся ресурсов на рекапитализацию путем предоставления субординированных кредитов Внешэкономбанка. Механизм повышения капитализации банков путем внесения ОФЗ, предусмотренный Федеральным законом № 181-ФЗ от 18.07.2009, оказался невостребованным из-за существенных репутационных рисков, которые он создает для банков-рецидивентов.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов стран с развивающимися рынками на динамику процесса коррекции глобальных дисбалансов

1.1. Глобальные дисбалансы: причины возникновения и перспективы коррекции

Постоянные диспропорции во внешней торговле и капиталных потоках, вызвавшие лавинообразное нарастание дефицита во внешней торговле и, соответственно, государственного долга отдельных развитых стран (в первую очередь США, хотя в кризис к числу этих стран прибавились Великобритания и Япония), получили в конце 90-х годов прошлого века наименование *глобальные дисбалансы*.

Образование этих дисбалансов изначально наблюдалось в двух странах – Китае и США, однако с приходом глобального финансового и макроэкономического кризиса этот процесс получил питательную среду для дальнейшего расширения. Стоит отметить, что, хотя сами глобальные дисбалансы представляется некорректным считать причиной кризиса, определенная связь между этими двумя явлениями есть, поскольку в основе этих явлений лежит общая причина.

В частности, M. Obstfeld and K. Rogoff (2009) указывают на то, что взаимодействие экономических политик в США и Китае в условиях неготовности проводить структурные экономические реформы вызвало как одно, так и другое. Для США в данном случае речь идет о реформе системы здравоохранения и социального страхования, уменьшающей дефицит бюджета, а для Китая – о программах развития западных областей страны, значительно стимулирующих конечный спрос с целью переориентации промышленного производства на внутренний спрос.

1.1.1. Описание системы глобальных дисбалансов в научной литературе и ее изменение в связи с кризисом

Финансовая и экономическая литература по теме глобальных дисбалансов представлена довольно широким кругом исследований, но в работах теоретического характера происходящее, по большей части, воспринимается как временное и поэтому не представляющее существенного теоретического интереса, отклонение от равновесия. И в этой литературе глобальные дисбалансы рассматриваются как проблема значительного дефицита счета текущих операций США, значительная часть которого – это парные дефициты с Китаем и странами–экспортерами нефти.

Некоторое изменение позиции исследователей проблем глобальных дисбалансов произошло в результате наблюдения явлений, вызванных глобальным финансовым и макроэкономическим кризисом.

Во-первых, существенно пошатнулись позиции сторонников «естественного» возникновения глобальных дисбалансов, считающих, что эти дисбалансы могут быть устойчивыми в силу высокой потребности развивающихся стран в безрисковых активах США¹.

Во-вторых, значительно усилились позиции авторов, рекомендовавших центробанкам реагировать на изменения цен активов, а не только на инфляцию. Частично изменение цен активов поддерживало устойчивость глобальных дисбалансов².

При этом принципиально новые теоретические подходы к объяснению природы глобальных дисбалансов не появились.

Существует несколько теоретических объяснений того, почему именно дисбалансы – явление равновесное, и почему они могут находиться в таком состоянии довольно долго. Как правило, для США это состояние обосновывается, главным образом, наличием ренты за резервную валюту и ренты за использование финансовой инфраструктуры, которую, в той или иной степени, собирают все развитые страны.

¹ Речь идет, например, о работе Mendoza, Quadrini and V. Rios-Rull (2007), которая более подробно рассматривается ниже.

² М. Obstfeld and К. Rogoff (2009) и В. Bernanke (2009), например, рассуждают о том, что направленность монетарной политики ФРС США в период 2004–2006 гг. на регулирование цен активов могла бы предотвратить глобальный финансовый кризис 2007 г.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

Такое явление действительно имеет место. Однако возникает вопрос, как это связано с дисбалансами такого размера и длительности, которым из развитых стран в основном подвержены только США – остальные страны поддерживают как фискальную, так и относительную внешнеторговую сбалансированность.

Так, в работах А. Chinn and В. Prasad³ (2003), повторенной J. Gruber and S. Kamina⁴ (2007), анализируется состояние счета текущих операций ряда стран в течение значительного отрезка времени. В частности, проверяется гипотеза о том, что макроэкономическая политика азиатских стран на рынках капитала вызвана во многом пережитым в конце прошлого века кризисом. Однако величину дефицита счета текущих операций этот подход не объясняет, даже если принять во внимание институциональную ренту.

Существенно большее внимание глобальным дисбалансам уделяет прикладная экономическая литература и аналитические отчеты. Глобальные дисбалансы в этом случае часто рассматриваются в наиболее широком контексте: учитываются не только внешнеторговые и макроэкономические аспекты дисбалансов, но также внешнеполитические.

Одной из наиболее часто цитируемых концепций в контексте глобальных дисбалансов является так называемый «парадокс сбережения» (global savings glut) – термин, предложенный Б. Бернанке⁵ в одном из аналитических докладов в 2005 году. Его подход заключается в изучении структуры использования дохода различных стран. Азиатские страны, по мнению Бернанке, слишком много сберегают, и потому на мировом рынке сбережений излишне высок уровень ликвидности, что держит ставки на процентные инструменты необоснованно низкими.

Логика этого подхода очевидна, и потому в литературе её многократно как поддерживали, так и подвергали критике. Основное направление критики – почему азиатские страны «слишком много сберегают»? И как

³ A. Chinn and B. Prasad. Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration. *Journal of International Economics* 59, 47–76, 2003

⁴ J.W. Gruber, S.B. Kamina. Explaining the global pattern of current account imbalances. Mimeo, 2007.

⁵ B.S. Bernanke. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.

заставить их сберегать меньше? Кроме того, эта логика не объясняет, почему в тех же самых условиях потребители других развитых стран не тратят на потребление больше, чем получают, в отличие от американских потребителей.

В целом неясно, почему поведение американских экономических агентов отличается от поведения европейских. Ответ здесь можно искать разве что в рамках фискальной политики: за последние пять лет Евросоюз не вел непрерывной войны за тысячи километров от мест базирования, и правила фискальной дисциплины Евросоюза очень строги. Однако поведение корпораций подобная логика не объясняет.

Статья M. Li and A. Zhu⁶ (2005) рассматривает неолиберальную (как внешнюю, так и внутреннюю) политику США как фактор неустойчивости глобальных макроэкономических тенденций, ведущих, в свою очередь, к формированию глобальных дисбалансов. Работа Bong-Chan Kho, R. Stulz and F. Warnock⁷ (2006) анализирует динамику в 2000–2004 гг. склонности инвесторов широкой группы стран инвестировать в национальные активы при наличии схожих зарубежных активов⁸.

Обычно такая склонность тем больше, чем выше барьеры для зарубежных инвесторов, в частности, чем больше доля активов, контролируемая инсайдерами. Авторы замечают, что в последние годы, по всей видимости, эти барьеры снизились гораздо слабее, чем это принято считать. Отметим, что такое поведение инвесторов может свидетельствовать о росте недоверия между странами – а это уже во многом внешнеполитический фактор.

Развернутое описание финансовых и экономических причин образования глобальных дисбалансов приведено в W. White⁹ (2005).

По мнению W. White, монетарную и институциональную политику основных мировых центральных банков и регуляторов ведущих мировых финансовых рынков в последние 20 лет можно оценивать двояко. Ортодоксальная точка зрения заключается в том, что разумная монетарная по-

⁶ M. Li, A. Zhu *Neoliberalism, Global Imbalances, and Stages of Capitalist Development*. PERI, University of Massachusetts-Amherst, 2005.

⁷ Bong-Chan Kho, René M Stulz and Francis E Warnock. *Financial globalisation, governance and the evolution of the home bias*. BIS Working Papers, No 220, 2006.

⁸ В зарубежной литературе это понятие получило название «home bias».

⁹ W.R. White. *Financial system and macroeconomic resilience*. Fourth BIS Annual Conference, 2005, Opening remarks.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

литика привела к значительному снижению инфляционных ожиданий, что, в свою очередь, позволяет этим экономикам демонстрировать устойчивый экономический рост при относительно невысокой инфляции. При этом стало возможным резкое ослабление монетарной политики без инфляционных последствий. Более того, эффект от монетарной и фискальной политики в таких условиях также стал более ощутимым – рынки привыкли, что центральные банки не реагируют по пустякам.

Более того, развитие финансовой инфраструктуры позволило лучше осуществлять межвременное замещение потребления. Кроме того, оно способствовало повышению ликвидности и информационной эффективности рынков, равно как и перераспределению рисков к тем агентам, которые были наиболее готовы их нести.

Согласно неортодоксальной, но гораздо более распространенной на практике точке зрения, описанные выше процессы имели и другие, менее благоприятные последствия. Так, не обязательно, что низкий уровень инфляции – следствие политики центральных банков. Последние двадцать лет сопровождалось достаточным количеством шоков совокупного предложения: об этом говорят темпы роста производительности труда. Расширение кредитных возможностей и рост фондовых индексов, даже не вызванный систематической ошибкой в ожиданиях, может стимулировать чрезмерное потребление, а рост цен на недвижимость и другие финансовые активы создаёт иллюзию роста богатства, но «справедливая цена» этих активов не зависит от объема спекулятивного спроса и предложения на активы.

Расширение денежных агрегатов было огромным, и реальные процентные ставки снижались на фоне экономического роста. Это типичная неравновесная ситуация, которая может поддерживаться только за счёт неадекватных потребительских ожиданий. Логичным следствием такой ситуации должно являться наращивание потребления частного сектора в ответ на низкие кредитные ставки. В соответствии с количественной теорией денег, в будущем это означает более высокие темпы инфляции. Кейнсианская теория также допускает разрешение проблемы при помощи наращивания опасных для экономики дисбалансов: значительного торгового дефицита или высоких темпов роста государственного долга.

Что касается лучшего распределения рисков, то банки были и остаются важным элементом финансовой системы развитых стран, особенно для стран с англосаксонским типом финансовой системы. В период избы-

точной ликвидности и всеобщего рыночного оптимизма банки в погоне за доходностью склонны в среднем финансировать всё более рискованные проекты. Эти риски не всегда оправданы, и при наступлении любого серьезного кризиса ликвидности банки оказываются без оборотных средств.

Для страхования этих рисков банки прибегают к новым финансовым инструментам, в том числе производным инструментам вторичного рынка (CDO, CLO), перераспределяя риски от себя к покупателям этих обязательств. В итоге этого перераспределения зачастую оказывается, что покупатель просто не знает, чьи конкретно риски он купил.

В случае долгосрочных обязательств, например, ипотечных, оценка рисков сделок, формирующих кредитный портфель меняется всё время в зависимости от ситуации на рынке, но переоценка этих рисков технически невозможна, хотя и необходима. Да и инвесторы не слишком хотят думать о переоценке вплоть до момента возникновения паники. Подобные ситуации могут и должны предотвращаться регуляторами финансового рынка.

Некоторые новые рынки – в первую очередь, различные рынки высокорисковых инвестиций – контролируются несколькими крупными инвестиционными компаниями или хедж-фондами, демонстрирующими «стадное» поведение. Кризис ликвидности на таком рынке невозможно остановить быстро.

Таким образом, перераспределение рисков сделало мировую финансовую систему более устойчивой к малым возмущениям, но неустойчивой к крупным шокам. В этих условиях низкая норма сбережения и наличие глобальных дисбалансов производства и потребления становятся ещё более опасными, причём в первую очередь – для стран, макроэкономическое и внешнеэкономическое состояние которых благополучно.

Не все авторы сходятся и в мнении, что глобальные дисбалансы – следствие близорукого поведения американских потребителей. Так, В. Eichengreen (2006) утверждает¹⁰, что так называемый «парадокс сбережения» (global savings glut) – прямое следствие значительного роста производительности труда в США в конце прошлого века, а огромный дефицит торгового баланса США со странами Азии – результат резко увеличившейся склонности к риску производителей этих стран, переориентиро-

¹⁰ Barry Eichengreen *The Blind Men and the Elephant*. Issues in Economic Policy Number 1, January 2006.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

вавшихся на экспорт после кризиса 1997 года. Соответственно, переоцененный доллар лишь дополняет и усугубляет эти процессы.

Частично последнюю точку зрения подтверждает сохранение, с одной стороны, глобальных дисбалансов, а с другой стороны – относительно благоприятной динамики производительности труда в США по сравнению с другими развитыми странами, объясняемой более гибким рынком труда.

1.1.2. Основные аспекты глобальных дисбалансов, рассматриваемые в научной литературе

Глобальные дисбалансы весьма по-разному рассматриваются в литературе. Однако все авторы сходятся на том, что финансовая составляющая в значительной степени определяет эти дисбалансы. Возможно, в дальнейшем финансовые дисбалансы приведут к усилению дисбалансов политических, но пока что этого не произошло.

Сегодня в глобальной экономике наблюдаются одновременно пространственная, функциональная и институциональная несбалансированности долга и кредита.

Пространственная несбалансированность долга и кредита характеризует географическое распределение долга и кредита в глобальной экономике. Основными чистыми кредиторами сегодня являются страны Азиатско-Тихоокеанского региона (Китай, Япония, Южная Корея), основным чистым должником – США.

США поддерживают дефицит платежного баланса на протяжении уже длительного времени. В последние пять лет к нему добавился дефицит бюджета, финансируемый за счет выпуска долговых обязательств. При этом до недавнего времени курс доллара США по отношению к валюте стран – основных торговых партнеров оставался относительно стабильным. В 2007 году доллар продолжил падение с ускоряющимся темпом, хотя траектория падения пока остается сравнительно плавной.

Впрочем, в литературе существует точка зрения, что дисбалансы такого рода могут быть естественными в условиях присутствия на рынке стран с различной степенью развития финансовой системы. Так, E. Mendoza, V. Quadrini and J. Rios-Rull¹¹ (2007) отмечают, что величина счета текущих операций и доли кредита частному сектору по большому кругу

¹¹ Enrique G. Mendoza, Vincenzo Quadrini, Jose-Victor Rios-Rull. *Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances*, 2006.

стран в 2000–2004 гг. были связаны обратной зависимостью. На этом основании в работе утверждается, что глобальные дисбалансы (в смысле дефицита счета текущих операций) будут сокращаться по мере того, как мировая финансовая система будет становиться более диверсифицированной. Также они теоретически обосновывают свою позицию, согласно которой при различном уровне системного риска страны с развитой финансовой системой в условиях финансовой интеграции могут потреблять больше за счет дифференциала процентных ставок.

Такая логика, однако, не позволяет объяснить, почему два других участника G3 – Япония и Европейский Союз – не демонстрируют похожих на США «признаков развитой финансовой системы»: Япония стабильно является чистым экспортером, а сальдо торгового баланса Евросоюза бывает как положительным, так и отрицательным, но никогда не значительным по абсолютной величине.

Точка зрения аналитиков¹² на вопросы глобальных дисбалансов также не единодушна – соотношение пессимистов и оптимистов меняется в зависимости от появляющейся статистики. Однако даже самые оптимистичные из аналитиков отмечают, что, чем дольше сохраняется ситуация глобальных дисбалансов, тем сильнее недоверие к крупному заёмщику – США – и тем более вероятна резкая, а не мягкая коррекция этих дисбалансов. Более того, многие из аналитиков отмечают, что в случае, если некоторые из экономик – крупных торговых партнеров США – испытают рост внутреннего спроса, то они могут ввести торговые барьеры, чтобы удовлетворить этот спрос, что, в свою очередь, приведет к инфляции для США.

В любом случае, от коррекции глобальных дисбалансов никто не выиграет, однако масштаб проигрыша может зависеть от масштаба коррекции – экономика переносит плавные изменения гораздо более благоприятно, чем резкие, под которые она не успевает подстроиться.

Функциональная несбалансированность долга и кредита в экономике заключается в принципиально различном характере спроса и предложения на мировом рынке кредита. Так, предложение кредита всё больше формируют агенты, заинтересованные в долгосрочном надежном вложе-

¹² Bruce Little and Robert Lafrance. *Global Imbalances—Just How Dangerous?* Bank of Canada Review, 2006.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

нии своих сбережений, тогда как спрос на кредит, предъявляемый со стороны США – это, по сути, потребительский спрос.

Институциональная несбалансированность долга и кредита в экономике заключается в значительных различиях в структуре инвестиций, которые развитые страны (в первую очередь, США) делают в страны АТР (кроме Японии), и структуре инвестиций этих стран в США. Так, основной формой инвестиций развитых стран в страны АТР является форма прямых инвестиций, а обратно в США возвращаются в основном инвестиции в государственные облигации. Сегодня эта несбалансированность разрешается в процессе увеличения роли суверенных инвестиционных фондов, которые имеют значительно больший спектр доступных инструментов инвестирования. Кроме того, внутри США сбережения потребителей и сбережения корпоративного сектора ведут себя нестандартно¹³.

Величина сбережений корпораций с 2002 по 2007 гг. была положительной, то есть они сберегают больше, чем инвестируют. Для данного институционального сектора это ненормально. В то же время сектор домохозяйств в 2002–2007 гг. устойчиво выступал как всё больший кредитор. Такая тенденция докризисного периода как раз подчеркивает, что кредит для потребителей рос слишком быстро – это и послужило одним из первых поводов для случившегося кризиса.

Несбалансированность проявляется и в том, что происходит четкое национальное разделение должников и кредиторов асимметрично (возможно, даже противоположно) традиционному представлению об их политическом влиянии. Можно назвать это **политической** несбалансированностью долга и кредита в мировой экономике. Ведущая роль США в международной политике последнего десятилетия прошлого века, которую эта страна пытается сохранить и сегодня, несовместима с столь значительным внешним долгом, большую часть которого, вдобавок ко всему, приобрели основные конкуренты США на мировой арене.

Подобный функциональный дисбаланс даёт национальным экономикам других стран мощный долговой ресурс и нагружает экономику США долговыми обязательствами перед нерезидентами. В моменты обострения международной конкуренции это оружие конкурентами США уже используется – так, обещания США ввести крупную экспортную пошлину

¹³ M.D. Knight, BIS. Notes for a presentation at the Brussels Economic Forum, Brussels, 2006.

на китайские товары спровоцировало обещание председателя Народного Банка Китая пересмотреть структуру валютных резервов Китая в сторону уменьшения доли долларовых инструментов.

1.1.3. Ключевые политико-экономических доктрины коррекции глобальных дисбалансов

Подходы к пониманию природы глобальных дисбалансов и к выработке рекомендаций по их коррекции существенно (иногда кардинально) расходятся у различных экспертов по экономической политике. Можно отметить следующие подходы.

- «Оптимистичный» подход: отношение к дисбалансам как к явлению, не создающему проблем –
 - подход «сообразительного инвестора»;
 - модель «темной материи»;
 - модель «новой экономики».
- «Стандартный» подход, предлагавшийся в том числе и МВФ: глобальные дисбалансы – следствие «парадокса инвестиций», который, в свою очередь, возник в силу курсовой политики Китая, и их коррекция должна проводиться за счет ревальвации или введения свободного плавания юаня, с некоторым ослаблением доллара и по отношению к валютам других стран. Этот подход уже не поддерживается МВФ с 2007 г., когда даже скептикам стал очевиден двусторонний характер выгод, получаемых США и Китаем в ходе образования «глобальных дисбалансов».
- «Реалистичный» подход, получивший существенную поддержку в результате случившегося финансового и макроэкономического кризиса: глобальные дисбалансы – следствие симбиоза экономической политики США и Китая, который был призван смягчить накопившиеся структурные проблемы вместо их исправления. Дисбалансы нельзя скорректировать без устранения вызвавших их структурных проблем в США (постепенное снижение бюджетных расходов и госдолга) и Китае (постепенная переориентация сбережений и производства на внутренние рынки).

Переход от доминирования в аналитике «стандартного» подхода к преобладанию «реалистичного» окончательно произошел осенью 2008 г., после наступления «post-Lehman era». Этот переход можно проиллюстри-

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

ровать тезисом выступления одного из директоров ЕЦБ L. Bini Smaghi¹⁴: «Внешние дисбалансы – это часто предикторы, симптомы внутренних дисбалансов. Поэтому в развитых странах, развивающихся ли – но регуляторы никогда не должны игнорировать внешние дисбалансы, ожидая, что те сами исчезнут». Следует отметить, что, хотя европейские исследователи и монетарные власти всегда относились к глобальным дисбалансам довольно резко (это показывает и рассмотренная ниже работа Moe and Frey (2006)), такое мнение в конце 2008 г. уже можно было считать консенсусным.

Вместе с тем, на протяжении 2004–2008 гг. ряд исследователей утверждал, что никаких дисбалансов не существует, приводя самые различные обоснования этого факта. Часть сторонников этого мнения утверждает, что США может поддерживать значительный дисбаланс за счет финансовой ренты, то есть разницы между стоимостью заимствования и стоимостью инвестирования. Этот подход называют подходом «сообразительного инвестора», поскольку предполагается, что американские инвесторы просто умеют выгоднее вкладывать средства, чем их зарубежные коллеги.

Аналогичную мысль озвучивают¹⁵ совсем с других позиций С. Meissner and А. Taylor (2006), проводящие исторические аналогии между финансовой рентой, которую в начале XX века платили за британскую финансовую надежность, и современной финансовой рентой за надежность американских государственных облигаций. Сравнение показывает, что в Британии эта величина составляла около 0,5% ВВП, аналогичную ренту получают сегодня США и Япония. Проведя дальнейшее историческое сравнение, авторы заключают, что привилегия финансовой ренты США заканчивается, но коррекция глобальных дисбалансов, как правило, не подразумевает слишком резких изменений в отсутствие других влияющих факторов.

Несмотря на кризис 2001 года, сохраняется и позиция «новой экономики», то есть убеждение, что зарубежные инвесторы предпочитают вкладываться в США, потому что эта экономика постоянно испытывает поло-

¹⁴ Lorenzo Bini Smaghi: The financial crisis and global imbalances – two sides of the same coin. Asia Europe Economic Forum conference «The Global Financial Crisis: Policy choices in Asia and Europe», Beijing, 9 December 2008.

¹⁵ С. М. Meissner, А. М. Taylor. *Losing our Marbles in the New Century? The Great Rebalancing in Historical Perspective*. Federal Reserve Bank of Boston Conference, Chatham, Mass., 2006.

жительные шоки совокупного предложения в силу постоянного роста производительности труда, то есть экономика США предлагает инвесторам растущую отдачу на инвестиции¹⁶.

Самой интересной является точка зрения, согласно которой проблема в некорректном измерении внешней торговли США. Их рассуждения называются моделью¹⁷ «темной материи». Альтернативное измерение, которое предлагается использовать, основано на оценке активов США, которые рассчитываются на основе чистого инвестиционного дохода экономики. Так как эта величина не меняется последние 30 лет, сторонники модели «темной материи» делают вывод о том, что проблема глобального дисбаланса сильно преувеличена.

Следовательно, с точки зрения авторов этой концепции, глобальные дисбалансы устойчивы и никакой коррекции пока что не предполагается: в ответ на поставки товаров, которые ухудшают торговый баланс США, американская экономика расплачивается некоей «темной материей». Что эта материя собой представляет? Это три основных источника:

- прямые инвестиции американских компаний за рубеж;
- рента ликвидности, то есть по сути глобальный долларový сень-ораж;
- кредитный спрэд – рента надежности американских обязательств, точнее, общей уверенности в их надежности.

Соответственно, в мире есть несколько крупных экспортеров и много мелких импортеров «темной материи».

Все эти подходы критикуют по нескольким направлениям¹⁸, и критики они в целом не выдерживают.

Начнем с «новой экономики». Так, при существующей динамике «двойных дефицитов» логика позитивных шоков совокупного предложения требует всё увеличивающегося роста производительности труда для того, чтобы покрыть платежи по внешнему долгу. Такой рост не подтверждается эмпирическими данными: вместо требуемого в 1995–2005 гг. рос-

¹⁶ R.N. Cooper *Living with Global Imbalances: A Contrarian View*. Policy Briefs in International Economics, Institute for International Economics, 2005.

¹⁷ R. Hausmann, F. Sturzenegger. *U.S. and Global Imbalances. Can Dark matter Prevent A Big Bang?* 2005.

¹⁸ Barry Eichengreen. *Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis*.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

та вдвое производительность труда выросла всего на 50%. Более того, если вопрос производительности рассматривается как решение проблемы глобальных дисбалансов, то инвесторы, очевидно, предпочтут прямые инвестиции в американские фирмы – источник этой производительности – покупке государственных облигаций США, а против прямых инвестиций такого объема существуют некоторые политические предубеждения, которые помешают разрешить проблему таким образом.

Что касается подхода «сообразительного инвестора», который в целом исключает предыдущий, то если он и правилен, то эта разница последние годы должна сокращаться, пока не исчезнет совсем, по мере распространения инвестиционного опыта в финансовых институтах других стран. Появление суверенных фондов только подтверждает эту гипотезу. Кроме того, сама по себе эта гипотеза не объясняет всей величины отклонения и практически является составной частью гипотезы «тёмной материи».

Означенная гипотеза «темной материи» странна прежде всего в своём приложении: авторы используют статистику по инвестиционным доходам, при этом отбрасывая статистику по внешней торговле как «неправильно измеренную».

Источник статистики один и тот же, откуда дискриминация – в принципе понятно. Неясна подобная интерпретация: ведь зеркальные расчёты по внешней торговле со странами-партнерами обычно показывают завышенное, а не заниженное сальдо торгового баланса. Более того, в измерении инвестиционного дохода проблем тоже более чем достаточно. Кроме того, в статистике инвестиционных доходов через заниженные процентные ставки присутствует системный фактор «парадокса сбережений» Бернанке, что также позволяет усомниться в фундаментальной адекватности этой статистики.

Наконец, и эта гипотеза несовместима с гипотезой «новой экономики» просто потому, что, как только недооцененные активы компаний, в которые имеет смысл инвестировать как в источник производительности, вырастут, чистый инвестиционный доход США станет отрицательным, и вся «тёмная материя» испарится. Таким образом, эти два подхода также несовместимы.

Наконец, есть «основная» доктрина коррекции глобальных дисбалансов, которую, в частности, поддерживает МВФ¹⁹. Этот аналитический взгляд построен на теоретической основе и называет глобальные дисбалансы неравновесным, хотя и устойчивым явлением, которое возникло в результате совокупности макроэкономических факторов в самых разных странах. Так, «парадокс сбережений», возникший в результате роста сбережений в развивающихся странах, спровоцировал доступность дешевых денег для различных институциональных секторов американской экономики, а высокий курс доллара стимулировал рост импорта. Следовательно, для коррекции дисбалансов необходима как коррекция курса доллара, так и фискальное оздоровление американской экономики, изменение стратегий инвестирования азиатских денег на более долгосрочные, так и структурная реформа в Европейском Союзе.

Работа авторов МВФ А. Ahearne²⁰ et al. (2007) является одной из «мэйнстримных» аналитических работ по коррекции глобальных дисбалансов. Авторы замечают, что текущая ситуация требует действий в общих интересах от основных стран-участников:

- США должны повысить свою норму сбережения и способствовать существенной девальвации доллара;
- Китай должен отказаться от политики поддержки экспортно ориентированных отраслей, переориентировать предложение на внутренний спрос и прекратить накопление валютных резервов;
- хотя Япония поддерживала заниженный курс и сверхнизкие ставки для успешной борьбы с дефляцией, разгон экономики в последнее время позволяет перейти к более нейтральной монетарной политике;
- Европейский Союз способен помешать разрешению глобальных дисбалансов в случае поддержки снижения евро к доллару, в противном случае странам Союза угрожает стагнация;

¹⁹ R. de Rato. *Correcting Global Imbalances—Avoiding the Blame Game*. Remarks at the Foreign Policy Association Financial Services Dinner at NY, IMF, 2005.

²⁰ Alan Ahearne, William R. Cline, Kyung Tae Lee, Yung Chul Park, Jean Pisani-Ferry, and John Williamson. *Global Imbalances: Time for Action*. Peterson Institute for International Economics, 2007.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

- избыток средств в странах–экспортерах нефти уже не приводит к дисбалансам, так как период накопления нефтяных доходов в них заканчивается.

Соответственно, по мнению авторов доклада, основными проблемами, мешающими коррекции глобальных дисбалансов, являются заниженный курс японской иены и заниженный курс юаня (рэнминби).

Следует отметить, что авторы почти полностью игнорируют очень важную политическую проблему. Европейский Союз испытывает серьезные трудности из-за завышенного курса валюты, и дальнейшее падение курса доллара по отношению к евро может обусловить переход экономики Союза от стагнации к рецессии.

Следовательно, существует возможность того, что предложенные меры не будут поддержаны Европейским Союзом, так как, например, одновременное укрепление юаня и евро значительно ухудшат сальдо счета текущих операций ЕС: экспорт и импорт станут дороже, но спрос на экспорт сократится сильнее – Союз экспортирует на рынки с высокой эластичностью замещения (автомобили, электроника), а импортирует на рынки с низкой эластичностью замещения (одежда).

Другие авторы МВФ, А. Buira и М. Abeles²¹ (2006), анализируют влияние коррекции курса доллара на развивающиеся страны и роль самого МВФ в этом процессе. Анализ, что закономерно, показывает не слишком благоприятные последствия такой коррекции. В первую очередь, отмечается рост премий за риск в суверенных и корпоративных бумагах развивающихся стран, что вызовет увеличение процентной нагрузки на их бюджеты и увеличение кредитной нагрузки на корпоративный сектор. Они вырабатывают стратегию координации экономик двадцати самых крупных стран мира. Сущность этой стратегии не слишком отличается от изложенной в предыдущей работе: координационная противочиклическая роль МВФ и общие слова о глобальных дисбалансах. Проблемы Евросоюза опять же рассматриваются поверхностно, и есть ощущение, что эта проблема намеренно игнорируется.

Соответственно, результаты анализа коррекции глобальных дисбалансов со стороны европейских авторов значительно менее оптимистич-

²¹ Ariel Buira and Martin Abeles *The IMF and the Adjustment of Global Imbalances*, G24 Technical Group Meeting Geneva, 2006.

ны. Так, работа G. Моёс и L. Frey²² (2006) предлагает более пессимистичный взгляд на ситуацию, чем у предыдущих авторов, указывая на низкие процентные ставки и, как следствие, низкий уровень американских сбережений. По их мнению, именно этот уровень сбережений – низкий не только у потребителей (в отношении к доходу), но и у американских компаний (в отношении к прибыли) – представляет в контексте дисбалансов основную опасность.

Именно низкие ставки стимулировали огромный рост кредитования, и, если ставки станут относительно высокими, чистый процентный доход в США может стать отрицательным, что, в свою очередь, может привести к неустойчивой ситуации с государственным долгом в США.

Мнение G. Моёс и L. Frey относительно коррекции курса доллара также не столь позитивно, однако выглядит более реалистичным, чем мнение МВФ. Дело в том, что коррекция курса всегда создаёт инфляционное давление на экономику, а стерилизация потока ликвидности с валютного рынка – давление на кредит. Иначе говоря, снятие глобальных дисбалансов без существенных потерь для американской экономики невозможно, а поддержка их неминуемо ведёт к падению доверия к американским ценным бумагам. В последнем эти авторы вполне сходятся во мнении с большинством экономистов. Что же касается экономической политики для предотвращения дефицита, то в этом отношении авторы рекомендуют повышение налогов на потребление в США – это является новым в отношении к традиционно предлагаемым в таком случае мерам, и более точно относящимся к изменению причин, а не последствий дисбалансов.

Есть и аспект, основанный на ресурсных ценах: так, ряд авторов²³ справедливо указывают на значительный рост цен на энергоносители и металлы и сопоставленный с ним рост экспортных сверхдоходов ряда стран. Этим сверхдоходам также соответствуют значительные запасы ликвидности, которые размещены на глобальном рынке с использованием весьма консервативных стратегий, таким образом поощряя «парадокс сбережений».

²² G. Моёс, L. Frey. *Global imbalances, saving glut and investment strike*. Banque de France, 2006.

²³ T. A. McCown, L. C. Plantier, J. Weeks. *Petrodollars and Global Imbalances*. Office of International Affairs, Department of the Treasury Occasional Paper, № 1, 2006.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

Выступление одного из управляющих ФРС, Д. Кohn²⁴ (2006), содержит ряд соображений по монетарной политике в период коррекции глобальных дисбалансов. Основную часть своего выступления он предваряет гипотезой об экспорте инфляции. Суть её в том, что расширение внешней торговли в последнее десятилетие привело к растущей либерализации мирового рынка товаров и, соответственно, оказало понижающее давление на цены импортных товаров в США.

Конкуренция со стороны импорта заставляла американских производителей постоянно снижать цены за счет двух механизмов: прямой конкуренции и роста производственных мощностей в других странах, который не давал американским производителям возможности поднимать цены даже тогда, когда спрос превышал предложение.

В последние годы, по мнению управляющего ФРС, тенденция падения цен американского импорта исчерпала себя и в дальнейшем предстоит изменение этого тренда. Возможно, снижение удельных издержек труда продолжится, и экономика будет по-прежнему зависеть от дисбалансов на мировом, а не на национальном рынке товаров, но продолжение снижения цен импорта едва ли возможно.

Частью этого перелома, безусловно, должна стать коррекция глобальных дисбалансов. Так, сегодня Китай и ряд других азиатских экономик за счет сдерживания курсов национальной валюты могут также обеспечивать себе низкую инфляцию. Цены экспорта для этих стран ниже, чем равновесные внутренние рыночные, и потому они экспортируют товары, а не потребляют их внутри своей экономики.

Это способствует существованию повышенной нормы сбережения в этих странах. Таким образом, развитие финансовой инфраструктуры в этих странах ведет к росту в них инвестиций и падению инвестиций в развитых странах. По мере роста доходов в Китае и ряде других азиатских экономик, по мере того, как заработная плата в них догонит по темпам роста реальную производительность труда, изменение структуры использования дохода домохозяйств усилит давление на курс национальной валюты этих стран. Именно тогда, и не раньше, инфляционное давление со стороны их экспорта на экономику США прекратится.

²⁴ Donald L. Kohn. *The Effects of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy*. FRB of Boston's 51st Economic Conference "Global Imbalances – As Giants Evolve" Chatham, Massachusetts 2006.

Кризис сделал значительно более слышными и голоса авторов «реалистов», рассматривающих глобальные дисбалансы как следствие проведения комплементарной монетарной политики США и Китая, своего рода «макроэкономический симбиоз». Их точка зрения на способы коррекции глобальных дисбалансов представляется наиболее взвешенной, поскольку использует более широкий макроэкономический подход, не концентрируясь на теме валютных курсов; более того, утверждая, что коррекция глобальных дисбалансов через валютные курсы сейчас просто невозможна.

Например, М. Obstfeld и К. Rogoff²⁵ (2009) отмечают, что для построения нового поколения мировой финансовой архитектуры необходимо:

- включить в ориентиры политики центробанков цены на активы;
- координировать фискальный ответ на макроэкономические кризисы;
- перейти от системы национальных держателей валютных резервов (центробанков) на систему единого держателя резервов (МВФ);
- стимулировать развитие внутренних сберегательных инструментов для китайских домохозяйств, чтобы сократить международную инвестиционную позицию Китая;
- ввести единую систему трансграничного финансового (включая макропруденциальное) регулирования.

К слабой стороне этих предложений стоит отнести, конечно, их долгосрочный характер. Безусловно, М. Obstfeld и К. Rogoff не являются авторами этих предложений, а просто повторяют положения ещё Вашингтонского саммита G20. Однако их научная позиция заключается в том, что введение этих мер приведет к важному дополнительному эффекту – постепенно будут исчезать глобальные дисбалансы в силу устранения причин, их вызывающих.

²⁵ M. Obstfeld and K. Rogoff. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, October 18–20, 2009.

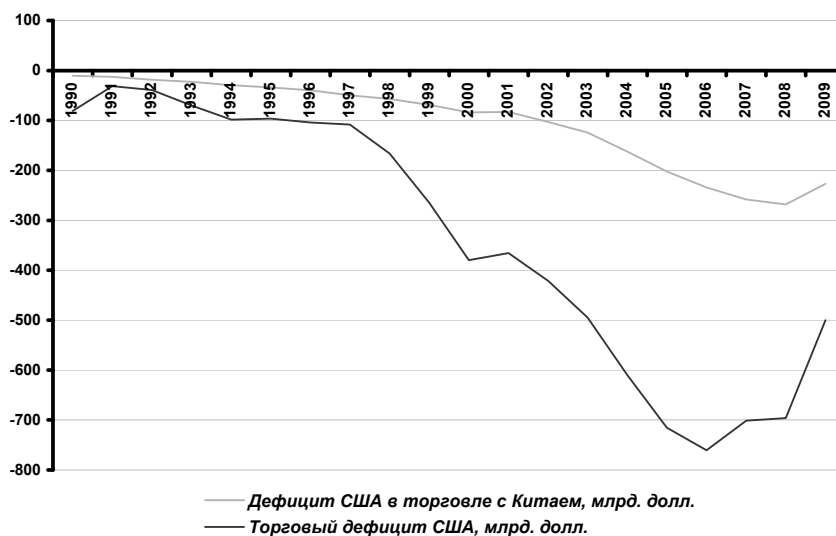
1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

1.1.4. Влияние финансового и макроэкономического кризиса (2008–2009 гг.) на глобальные дисбалансы

Рецессия в США привела к некоторому улучшению торгового баланса страны (см. график 1.1). Однако необходимо учитывать, что

- торговый дефицит еще весьма далек от уровней 1997–1998 гг., то есть периода, когда начался его интенсивный рост;
- дефицит в торговле с Китаем в 2009 г. вернулся примерно на уровень 2006 г., что далеко от полноценной коррекции;
- сокращение дефицита в 2008–2009 гг. отчасти было стимулировано кризисом на кредитном рынке. Последний, как ожидается, с 2010 г. уже не будет оказывать такого влияния на внешнюю торговлю.

График 1.1. Сальдо торгового баланса США (млрд. долл.)

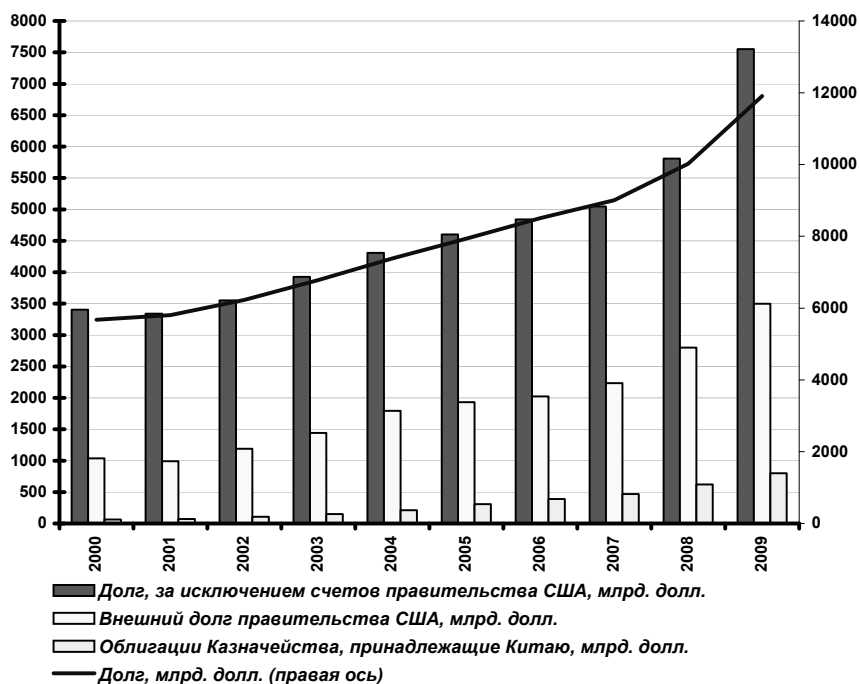


Важно отметить, что в условиях глобального финансового и макроэкономического кризиса возникли новые предпосылки для дальнейшего расширения глобальных дисбалансов с их последующей резкой коррекцией. В частности, программы фискального стимулирования экономики

США в условиях падения бюджетных доходов уже привели, а впоследствии ещё приведут к значительному росту долга правительства США (см. график 1.2).

При этом одним из ключевых источников финансирования роста госдолга США служат иностранные инвесторы. Если в 2006 г. на них приходилось 41% долга, то в 2008 г. – уже 48% (речь идет о публичном долге США, куда не входят облигации Казначейства на счетах правительства). Правда, в 2009 г. доля госдолга у иностранных инвесторов снизилась до 46%, но в значительной мере – из-за монетизации долга (приобретение ФРС на рынке около 2,5% публичного госдолга).

График 1.2. Долг правительства США (млрд. долл.)



1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

Стоит заметить, что Китай, который является крупнейшим держателем облигации Казначейства (около 10,5% публичного госдолга), в 2009 г. в рамках поддержания курса национальной валюты продолжал их покупки, таким образом, увеличивая объем дисбалансов.

Принимая во внимание данные тенденции, значительное число исследователей считают, что кризис не создал достаточных стимулов для правительств США и Китая ускорить структурные , которые могли бы привести к исправлению глобальных дисбалансов.

1.2. Суверенные инвестиционные фонды стран с развивающимися рынками в условиях коррекции глобальных дисбалансов

Суверенный инвестиционный фонд (СИФ) – инвестиционный фонд, создаваемый федеральным правительством для макроэкономических целей (стерилизация избыточного притока экспортных доходов, сглаживание волатильности бюджетных доходов, перераспределение богатства между поколениями, накопление активов для финансирования приоритетных социально-экономических проектов и др.). При этом в число операций таких фондов обязательно входит вложение средств в зарубежные финансовые активы.

К суверенным инвестиционным фондам не относятся:

- золотовалютные резервы, накапливаемые монетарными агентствами для традиционных целей денежно-кредитной политики и поддержания устойчивости платежного баланса;
- государственные компании в их традиционном понимании;
- пенсионные фонды государственных служащих;
- зарубежные активы частных лиц.

Характерными чертами суверенных инвестиционных фондов являются:

- длительный период до исполнения обязательств или вообще их отсутствие, что способствует принятию долгосрочной стратегии инвестирования средств;
- доходность для суверенных инвестиционных фондов предпочтительнее ликвидности, поэтому выбирается более рискованная стратегия управления по сравнению с золотовалютными резервами.

Схема 1.1. Инвестиционный горизонт различных видов инвесторов на глобальном финансовом рынке



Источник: McKinsey Global Institute

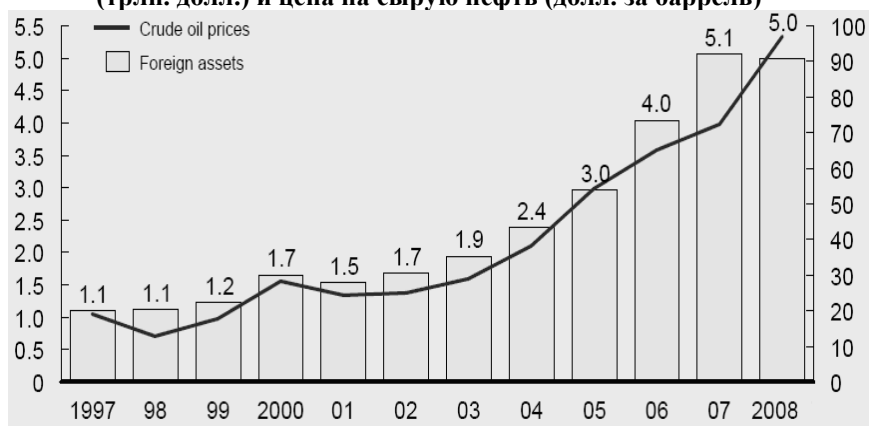
1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

1.2.1. Группы стран, создавшие суверенные инвестиционные фонды, и основные источники формирования средств фондов

Суверенные инвестиционные фонды создают в основном две группы стран:

- страны, богатые природными ресурсами, получающие сверхдоходы от экспорта вследствие высоких цен на нефть и на другие товары (см. график 1);
- страны, имеющие устойчивое положительное сальдо торгового баланса, не связанное с экспортом природных ресурсов.

График 1.3. Иностранные активы нефтедобывающих стран²⁶ (трлн. долл.) и цена на сырую нефть (долл. за баррель)²⁷



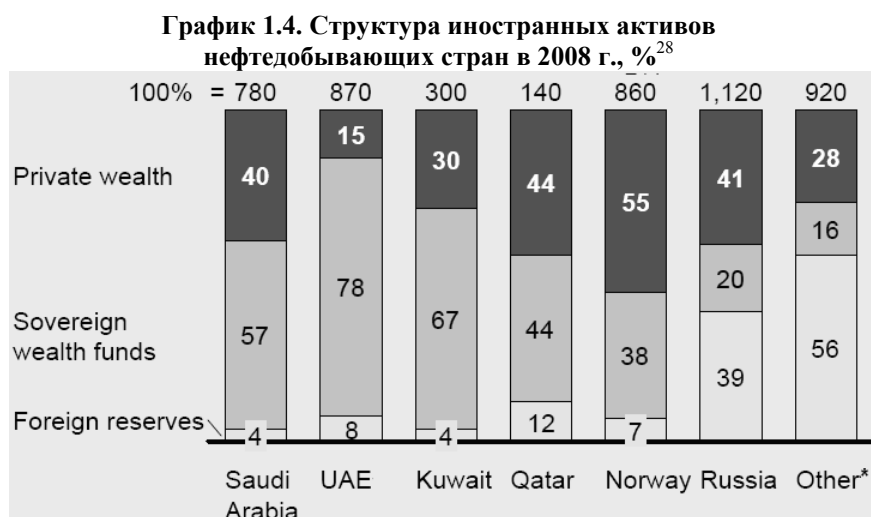
Источник: McKinsey Global Institute

²⁶ Нефтедобывающие страны – это страны Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива (Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудовская Аравия, ОАЭ), Алжир, Индонезия, Иран, Ливия, Нигерия, Норвегия, Россия, Сирия, Венесуэла, Йемен.

²⁷ Здесь и далее в состав иностранных активов нефтедобывающих стран входят: золотовалютные резервы, суверенные фонды и накопленное богатство физических лиц и корпораций.

Первая группа стран облагает налогами доходы компаний от экспорта невозобновляемых природных ресурсов либо направляет доходы от экспорта государственных сырьевых компаний непосредственно в бюджет. Нефтегазовые доходы бюджета формируют его профицит, откуда средства поступают в суверенные фонды.

С ростом цены на нефть росли иностранные активы нефтедобывающих стран (см. график 1.3), большая часть которых направлялась в суверенные инвестиционные фонды (см. график 1.4).



* Прочие страны: Алжир, Бахрейн, Индонезия, Иран, Ливия, Нигерия, Оман, Сирия, Венесуэла, Йемен.

Источник: McKinsey Global Institute

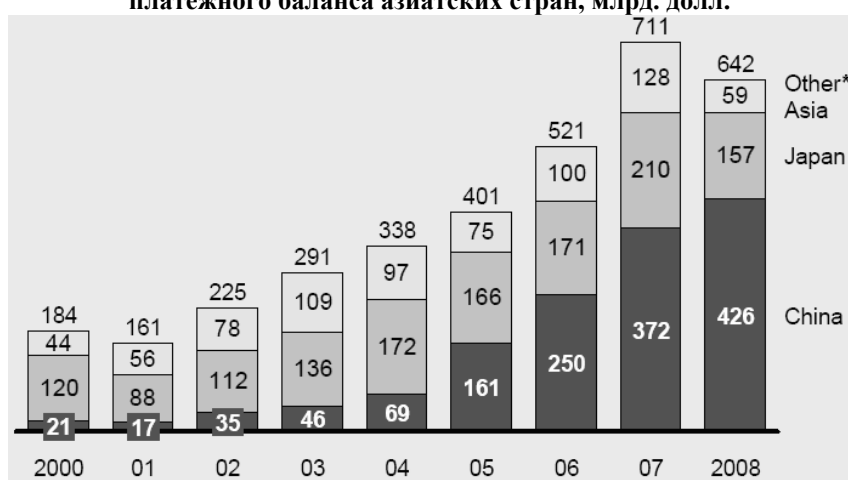
²⁸ Здесь и далее: большая часть зарубежных активов монетарного агентства Саудовской Аравии была отнесена к категории «суверенный фонд», поскольку они инвестируются в более диверсифицированный портфель активов, чем традиционные золотовалютные резервы Центральных банков.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

Монетарные агентства второй группы стран, сталкиваясь с масштабным притоком валюты, покупают ее в официальные золотовалютные резервы в целях стерилизации излишней ликвидности и предотвращения излишнего укрепления курса национальной валюты. Средства в суверенные фонды поступают из золотовалютных резервов.

Растущее положительное сальдо по текущим операциям платежного баланса Китая и других азиатских стран (см. график 1.5) привело к значительному росту иностранных активов: золотовалютных резервов и суверенных фондов (см. график 1.6).

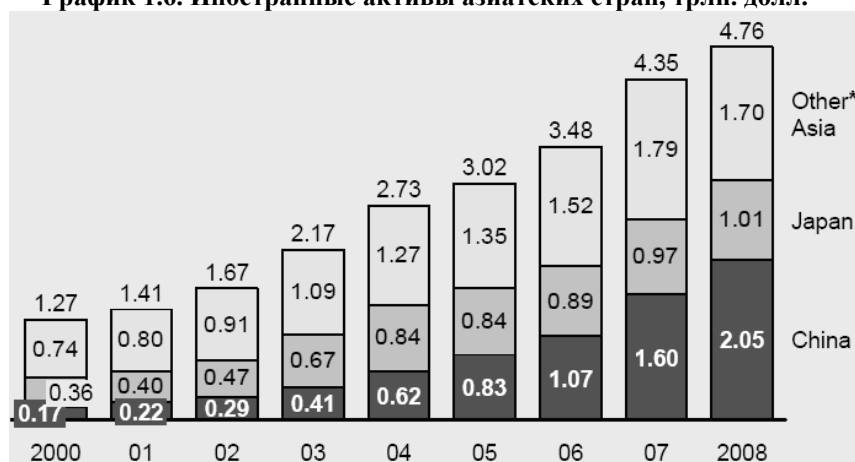
**График 1.5. Сальдо счета текущих операций
платежного баланса азиатских стран, млрд. долл.**



* Прочие азиатские страны: Бангладеш, Камбоджа, Малайзия, Филиппины, Шри Ланка, Тайланд, Вьетнам.

Источник: McKinsey Global Institute

График 1.6. Иностранные активы азиатских стран, трлн. долл.²⁹



* Прочие азиатские страны: Бангладеш, Камбоджа, Малайзия, Филиппины, Шри Ланка, Тайланд, Вьетнам.

Источник: McKinsey Global Institute

Источниками формирования средств суверенных фондов являются:

- профициты государственного бюджета в результате
 - высоких доходов от экспорта, изымаемых в бюджет в виде налогов на природные ресурсы;
 - ограничения расходов бюджета;
 - получения доходов от приватизации;
- избыточный объем золотовалютных резервов в результате
 - устойчивого положительного сальдо торгового баланса платежного баланса;
 - операций с иностранной валютой для предотвращения укрепления курса национальной валюты.

В странах первой группы суверенные фонды накапливаются, как правило, в результате превышения цены экспортируемых природных ресур-

²⁹ Здесь и далее: в состав иностранных активов азиатских стран входят: золотовалютные резервы Централных банков и суверенные инвестиционные фонды

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

сов над ее пороговым значением³⁰. Например, средства в фонд социально-экономической стабилизации Чили поступают из излишков бюджетных доходов, возникающих при превышении реальной экспортной цены меди базовой. Базовую цену на медь устанавливает ежегодно Министерство финансов Чили. В Стабилизационный фонд России перечислялись государственные доходы от добычи и экспорта нефти (в части экспортных пошлин и налога на добычу полезных ископаемых) при превышении мировой цены на нефть специально определенной «цены отсечения».

В странах второй группы суверенные фонды возникают вследствие накопления «избыточного» количества золотовалютных резервов. Избыточный объем понимается как превышение над уровнем, необходимым непосредственно для целей макроэкономической стабилизации: для сглаживания колебаний курса национальной валюты, а также покрытия оттока краткосрочного капитала (объем резервов должен покрывать краткосрочный внешний долг). Как только правительство страны понимает, что накопленное количество избыточно, у него есть ряд возможных направлений использования избыточных резервов.

- Выплата внешнего долга.
Банк Мексики расплатился по долгам перед Межамериканским банком развития и Всемирным банком в 2004–2005 гг. из средств своего фонда, что было вызвано отрицательной доходностью владения фондом.
- Разделение резервов монетарного агентства на несколько портфелей и использование инвестиционного портфеля для долгосрочных вложений.
Монетарное агентство Гонконга разделило международные резервы на два портфеля: ликвидный и инвестиционный.
- Создать суверенный фонд либо в активах монетарного агентства, либо в качестве отдельной институциональной структуры (отдельного юридического лица).
В Сингапуре и в Корее суверенными фондами управляют специальные агентства.
- Использовать избыточные резервы для решения внутренних проблем и развития национальных экономик.

³⁰ Здесь есть исключения. Например, в Инвестиционный фонд Кувейта перечисляются 10% госдоходов независимо от их происхождения и цены на нефть.

Таблица 1.1. Примеры использования золотовалютных резервов на внутренние нужды национальных экономик

Страна	Трансферт из резервов
Китай	45 млрд. долл. направлено на реструктуризацию портфелей государственных банков
Тайвань	10 млрд. долл. размещено в банках для того, чтобы они кредитовали важнейшие инвестиционные проекты, относящиеся к внутреннему экономическому развитию
Таиланд	Неопределенное количество резервов направлено на покупку оборудования и лицензий для таиландских корпораций
Индия	5 млрд. долл. ежегодно направляется из Резервного банка на финансирование общественных работ

Источник: A. Rozanov. Who owns the wealth of nations?

Поскольку граница между инвестиционным портфелем монетарного агентства и суверенным фондом условна (инвестиционная стратегия суверенных фондов одних стран может быть даже более консервативной, чем стратегия управления золотовалютными резервами других), постольку в некоторых странах сохраняется возможность востребовать средства суверенного фонда для целей поддержания устойчивости платежного баланса. Так, например, средства инвестиционной корпорации Кореи классифицируются как резервные активы и могут быть использованы для предоставления ликвидности во время кризисов платежного баланса.

Соотношение между золотовалютными резервами и суверенными фондами существенно различается в зависимости от источника валютных поступлений. Странам-экспортерам нефти более свойственно направлять сверхдоходы от экспорта в суверенные фонды, в то время как азиатские страны осуществляют покупку экспортной валютной выручки в резервы Центральных банков (см. график 1.7).

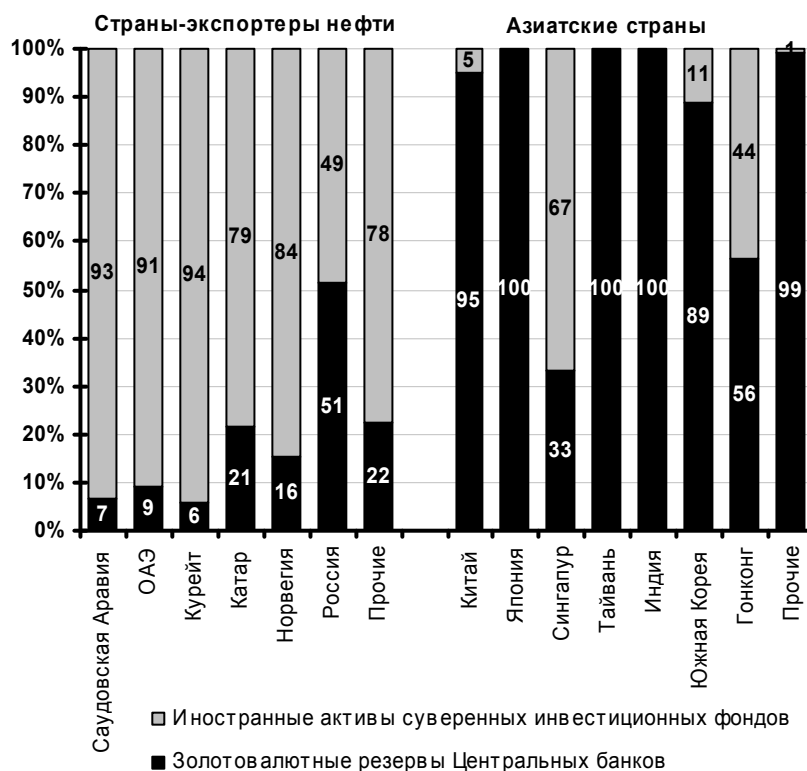
Как правило, накопление суверенных фондов нефтедобывающих стран идет через налогообложение компаний-экспортеров природных ресурсов. Это делается для того, чтобы полученные таким образом средства направить либо напрямую на диверсификацию экономики и инфраструктурные проекты, либо на покупку долей в акционерном капитале компаний развитых стран для того, чтобы получить таким образом доступ к технологиям, навыкам и бизнес-решениям.

Азиатские страны не имеют таких убедительных доводов в пользу создания суверенных фондов, так как они и без этого экспортируют сред-

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

не- и высокотехнологичную продукцию. Поэтому они накапливают валюту в резервах Централных банков.

График 1.7. Соотношение между золотовалютными резервами Централных банков и иностранными активами суверенных инвестиционных фондов, на конец 2008 г., %



Прочие страны-экспортеры нефти: Алжир, Бахрейн, Индонезия, Иран, Ливия, Нигерия, Оман, Сирия, Венесуэла, Йемен. Прочие азиатские страны: Бангладеш, Камбоджа, Малайзия, Филиппины, Шри Ланка, Тайланд, Вьетнам.

Источник: McKinsey Global Institute

Соотношение между золотовалютными резервами Центрального банка России и активами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния не соответствует показателям других стран–экспортеров нефти. У России слишком большую долю занимают золотовалютные резервы. Это может означать, что Россия недостаточно облагает налогами экспорт природных ресурсов, что приводит к поступлению в страну большего объема экспортной выручки, которую затем Центральный банк вынужден покупать в резервы.

1.2.2. Масштаб и структура операций суверенных инвестиционных фондов на глобальном финансовом рынке

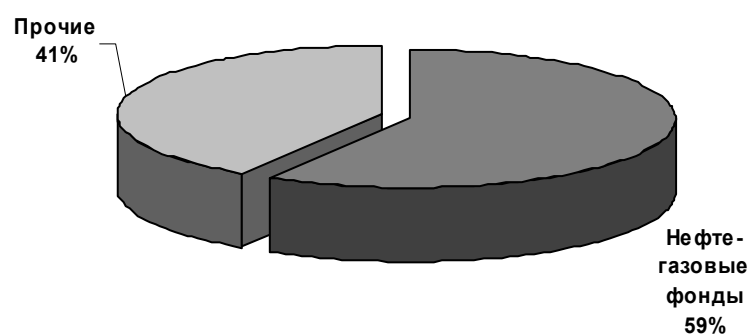
Суверенные инвестиционные фонды – далеко не новое явление в мировой финансовой системе. Некоторые фонды имеют долгую историю (фонд Кувейта – с 1953 г., фонд Абу-Даби, ОАЭ – с 1976 г., Сингапурский фонд Темасек – с 1974 г.). Однако в последние годы высокие цены на нефть, глобализация финансовых рынков и устойчивые глобальные дисбалансы привели к быстрому накоплению зарубежных активов стран–экспортеров нефти и нескольких Азиатских стран. В результате число суверенных фондов значительно увеличилось: только с 2005 года было создано 17 суверенных фондов. Объем активов под их управлением также вырос.

По данным Института суверенных фондов (SWF Institute), на конец октября 2009 г. в мире насчитывалось 52 суверенных инвестиционных фонда с активами 3811,7 млрд. долл. Из них 59% активов приходится на суверенные фонды нефте- и газодобывающих стран, 41% активов – на остальные страны.

Крупнейшие суверенные фонды сосредоточены в странах–экспортерах нефти (ОАЭ, Норвегия, Саудовская Аравия, Кувейт, Россия; см. табл. 1.2). Фонды этих стран пополняются за счет нефтедолларов, поступающих в счет поставок нефти. За ними следуют азиатские страны (Китай, Сингапур), экспортирующие преимущественно несырьевые товары. Монетарные агентства этих стран накопили значительные золотовалютные резервы вследствие устойчивого положительного торгового сальдо. Поскольку объем резервов значительно превышает размеры, необходимые для целей монетарной политики, азиатские страны создают суверенные фонды с целью диверсификации портфеля вложений резервов.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

График 1.8. Структура активов суверенных инвестиционных фондов по основному источнику доходов на конец октября 2009 г., %

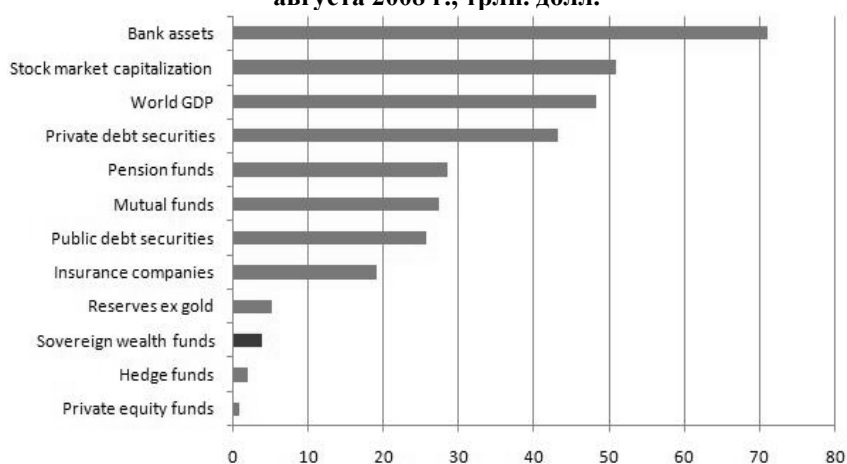


Источник: Институт суверенных фондов (SWF institute)

В составе стран, создающих суверенные фонды, преобладают развивающиеся. Отчасти это связано с узостью их внутреннего финансового рынка. Последний не позволяет им абсорбировать поступления от экспорта без ускорения инфляции или перелетов валютного курса. Развитые страны в основном создают суверенные фонды с целью поддержания устойчивости пенсионной системы (Норвегия, Австралия, Ирландия).

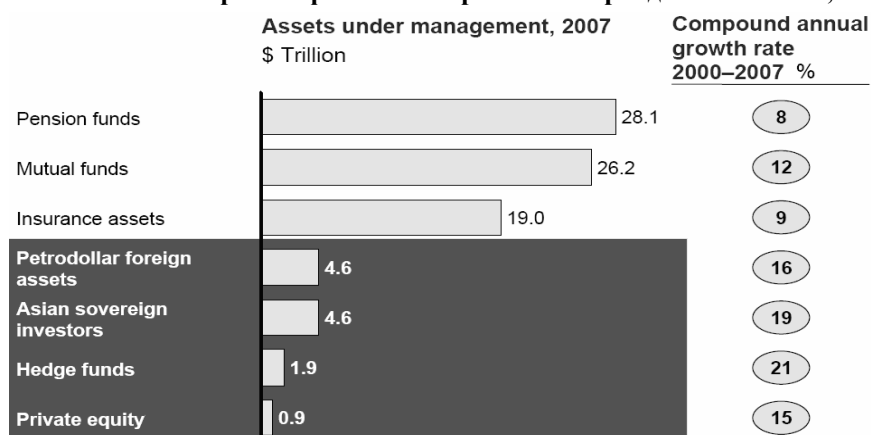
Масштаб деятельности суверенных фондов пока не сопоставим с крупнейшими финансовыми посредниками (банками, пенсионными фондами, взаимными фондами и страховыми компаниями – см. график 1.9). Однако в докризисный период темп прироста активов суверенных фондов и золотовалютных резервов, как потенциальных источников для создания СИФ, существенно превышал темп прироста активов других крупнейших институциональных инвесторов – 16–19% против 8–12% в 2000–2007 гг. (см. график 1.10). Это позволяло говорить о возрастании в будущем роли суверенных фондов на глобальных финансовых рынках.

График 1.9. Масштаб деятельности суверенных инвестиционных фондов и других видов инвесторов на финансовом рынке, на конец августа 2008 г., трлн. долл.



Источник: Институт суверенных фондов (SWF institute)

График 1.10. Среднегодовые темпы прироста активов институциональных инвесторов на финансовом рынке за период 2000–2007 гг., %



Источник: McKinsey Global Institute

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

Таблица 1.2. Крупнейшие суверенные инвестиционные фонды мира по состоянию на октябрь 2009 г.³¹

Страна	Название фонда	Активы (\$ млрд)	Год основания	Источник доходов	Индекс прозрачности
ОАЭ Абу-Даби	Инвестиционное агентство Абу-Даби	\$627	1976	Нефть	3
Норвегия	Правительственный пенсионный фонд Норвегии	\$445	1990	Нефть	10
Саудовская Аравия	Зарубежные активы монетарного агентства Саудовской Аравии	\$431	н/д	Нефть	2
Китай	Инвестиционная компания государственного администрирования валютных резервов ³²	\$347 ³³	1997	Несырьевой	2
Китай	Инвестиционная компания Китая	\$289	2007	Несырьевой	6
Сингапур	Инвестиционная компания правительства Сингапура	\$248	1981	Несырьевой	6
Кувейт	Инвестиционное агентство Кувейта	\$203	1953	Нефть	6
Россия	Резервный фонд и фонд национального благосостояния	\$179	2008	Нефть	5
Китай	Национальный фонд социального страхования	\$147	2000	Несырьевой	5
Китай – Гонконг	Инвестиционный портфель монетарного агентства Гонконга	\$140	1993	Несырьевой	8
Сингапур	Темасек	\$122	1974	Несырьевой	10
Катар	Инвестиционное агентство Катара	\$65	2005	Нефть	5
Ливия	Инвестиционное агентство Ливии	\$65	2006	Нефть	2
Австралия	Австралийский фонд будущего	\$49	2004	Несырьевой	9
Алжир	Фонд регулирования доходов	\$47	2000	Нефть	1
Казахстан	Национальный фонд Казахстана	\$38	2000	Нефть	6

³¹ Суверенные фонды с активами более 20 млрд. долл.

³² State Administration of Foreign Exchange Investment Company.

³³ Оценка SWF Institute.

Стратегии управления суверенными инвестиционными фондами...

Страна	Название фонда	Активы (\$ млрд)	Год основания	Источник доходов	Индекс прозрачности
Ирландия	Национальный фонд пенсионных резервов	\$31	2001	Несырьевой	10
Бруней	Инвестиционное агентство Брунея	\$30	1983	Нефть	1
Франция	Стратегический инвестиционный фонд	\$28	2008	Несырьевой	новый
Южная Корея	Инвестиционная корпорация Кореи	\$27	2005	Несырьевой	9
США	Постоянный резервный фонд Аляски	\$27	1976	Нефть	10
Малайзия	Khazanah Nasional	\$25	1993	Несырьевой	4
Чили	Фонд социально-экономической стабилизации	\$22	1985	Медь	10

Источник: Институт суверенных фондов (SWF institute)

1.2.3. Основные этапы развития суверенных инвестиционных фондов³⁴

Первый этап. «Неизвестные тени» (*Unknown Shadows*): 1953–2006 гг. Основные характеристики:

- появление первых фондов, таких как Кувейтское инвестиционное агентство (KIA) и др.;
- низкий уровень интеграции на мировых финансовых рынках.

Второй этап. «Нежелательные инвесторы» (*Unwanted Raiders*): 2006–конец 2007 гг. Основные характеристики:

- диверсификация стремительно растущих инвестиций посредством приобретения долей в некоторых крупных западных компаниях;
- рост волны недовольства со стороны западных СМИ и крупнейших политических деятелей.

Третий этап. «Неожиданные спасители» (*Unexpected Saviors*): конец 2007 – начало 2008 гг. Основные характеристики:

- образование «дыр» в капиталах крупнейших западных финансовых компаний в результате кризиса;

³⁴ Периодизация предложена в работе Hogue J.R., Nugee J., Rozanov A. «Sovereign Wealth Funds: Emerging From the Financial Crisis» // State Street Report, Vol. 4, Issue 1.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

- пересмотр западными компаниями своего отношения к суверенным инвестиционным фондам;
- удовлетворение потребностей западных компаний в дополнительной капитализации за счет денежных средств суверенных инвестиционных фондов.

Четвертый этап. «Непревзойденные титаны» (*Unrivaled Titans*): начало 2008 – середина 2008 г. Основные характеристики:

- укрепление представлений крупнейших финансовых компаний о суверенных инвестиционных фондах как о главном источнике финансового капитала в период кризиса³⁵;
- наращивание суверенными инвестиционными фондами вложений в более рискованные и менее ликвидные инструменты (прямые инвестиции, недвижимость и др.)

Пятый этап. «Обычные смертные» (*Uncertain Mortals*): с середины 2008 г. Основные характеристики:

- существенное снижение доходов суверенных инвестиционных фондов вследствие спада мировых цен на сырьевые ресурсы;
- ухудшение финансового положения заемщиков по мере углубления кризиса и, как следствие, наращивание ими просроченной задолженности перед суверенными инвестиционными фондами;
- образование убытков в отдельных суверенных инвестиционных фондах с наиболее рискованными инвестиционными стратегиями (Норвегия, ОАЭ, Кувейт);
- сокращение масштаба новых инвестиций или их приостановка суверенными инвестиционными фондами и занятие ими – по примеру остальных игроков на мировом финансовом рынке – выжидательной позиции.

1.2.4. Цели деятельности суверенных инвестиционных фондов

По типу основных целей, преследуемых при создании суверенных фондов, выделяют:

- корпорации по инвестированию резервов;
- пенсионно-резервные фонды;

³⁵ Эти представления были обусловлены тем, что, несмотря на кризис, на данном этапе имел место существенный рост цен на сырьевые ресурсы.

- фонды фискальной стабилизации;
- фискальные фонды сбережений;
- фонды развития.

Таблица 1.3. Виды суверенных фондов по целям их деятельности

Вид	Основная цель
Корпорации по инвестированию резервов	Повышение доходности от инвестирования резервов
Пенсионно-резервные фонды	Накопление активов для обеспечения устойчивого уровня пенсий и других социальных выплат стареющему населению в будущем
Фонды фискальной стабилизации	Сглаживание волатильности бюджетных доходов, возникающей вследствие колебаний цен на экспортируемые товары (в основном, нефть)
Фискальные фонды сбережений	Перераспределение богатства, возникающего от экспортных доходов, между поколениями
Фонды развития	Накопление активов для финансирования приоритетных социально-экономических проектов (например, инфраструктурных)

На практике суверенные фонды преследуют несколько целей, а также с течением времени их цели меняются. К примеру, страны могут создавать суверенные фонды для целей сбережения и стабилизации. Цели деятельности фондов особенно часто меняются у стран, экспортирующих природные ресурсы. Изначально фонд может быть создан для целей сглаживания фискальных доходов или стерилизации притока валюты. По мере выхода активов фонда за пределы, необходимые для стабилизации, цели фонда могут быть пересмотрены и расширены. Это обычно приводит к тому, что фонд разбивается на несколько траншей или создаются отдельные фонды, преследующие различные цели.

1.2.5. Институциональная структура суверенных фондов

Организационная форма суверенных инвестиционных фондов возможна в виде фонда, пула активов или инвестиционной корпорации.

В контексте подчиненности органам государственного управления суверенный фонд может быть:

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

- отдельным юридическим лицом;
- подразделением внутри Центрального банка;
- внутри Министерства финансов.

Вне зависимости от формы управления должно присутствовать строгое разделение между управляющей и контролирующей структурами. Это достигается посредством делегирования функций управления не зависимым от возможного политического влияния структурам. Например, фонд, формально подчиненный Министерству финансов, может управляться Центральным банком страны (Норвегия, Россия). Государственные управляющие золотовалютными резервами в Центральном банке имеют значительный опыт в сегментах активов с фиксированной доходностью, поэтому такое делегирование подходит суверенным фондам с консервативной стратегией. Также распространена практика найма внешних управляющих менеджеров (Кувейт, ОАЭ). Суверенные фонды нанимают внешних управляющих, если стратегия управления активами нацелена на получение большей доходности и необходимо проведение операций в сегментах акций и недвижимости.

1.2.6. Инвестиционные стратегии суверенных фондов

Суверенные фонды используют широкий спектр инвестиционных стратегий. Несмотря на то, что стратегия каждого фонда уникальна, фонды можно разделить на 3 широкие категории:

1. Консервативные портфельные инвесторы – conservative, passive;
2. Портфельные инвесторы, нацеленные на получение дохода – yield-seeking, passive;
3. Стратегические (прямые) инвесторы – strategic and other.

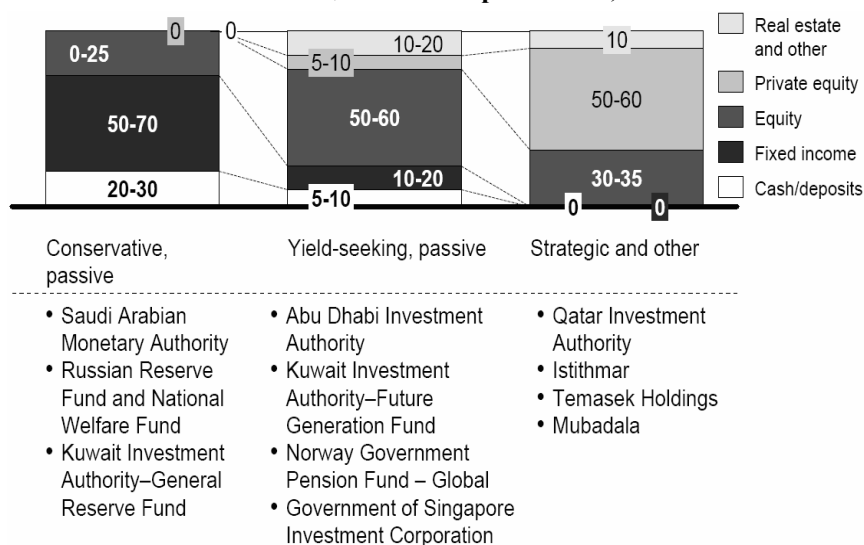
Первая группа фондов – консервативные портфельные инвесторы – большую часть активов размещают в наличности и депозитах, а также инструментах с фиксированной доходностью (см. график 1.11). К этой категории относятся зарубежные активы монетарного агентства Саудовской Аравии, Инвестиционное агентство Кувейта, Резервный фонд и Фонд национального благосостояния России.

Вторая группа фондов – портфельные инвесторы, нацеленные на получение дохода, управляют более диверсифицированным портфелем активов с большей ожидаемой доходностью и большим уровнем риска, чем фонды с консервативной инвестиционной стратегией. Большая часть

средств размещена в акциях, котирующихся на биржах компаний, а остальные средства распределены между менее рисковыми инструментами с фиксированным доходом и более рисковыми вложениями в хедж-фонды, недвижимость, а также на прямые инвестиции. Эта группа включает крупнейшие суверенные фонды – Инвестиционное агентство Абу-Даби и Правительственный пенсионный фонд Норвегии.

Третья группа фондов значительно меньше, чем предыдущие две. Инвестиционная стратегия стратегических (прямых) инвесторов направлена на покупку крупных пакетов акций компаний и активное участие в управлении ими. Фонды – прямые инвесторы нацелены на продвижение национальных стратегических интересов посредством вложений в международные корпоративные активы. Примером является подконтрольная фонду Dubai World суверенная инвестиционная компания (Sovereign Wealth Enterprise) Istithmar, а также фонд ОАЭ – Девелоперская компания Mubadala.

График 1.11. Структура активов суверенных фондов с различными инвестиционными стратегиями, %



Источник: McKinsey Global Institute

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

Схема 1.2. Матрица инвестиционных стратегий суверенных фондов³⁶

		← Уровень риска →						
		Низкий	Уровень риска				Высокий	
		Валюта/гос. ценные бумаги	Активы с фиксированным доходом	Акции	Недвижимость	Хедж-фонды	Акции непубличных компаний	Выкуп компании (с использованием заемных средств)
Цель инвестирования	Стабильность	Стабилизационный фонд Российской Федерации						
	Правительственный пенсионный фонд Норвегии							
	Инвестиционное агентство Абу-Даби							
	Инвестиционное агентство Кувейта							
Доходность	Темасек (Сингапур) —							
	Инвестиционное агентство Катара							

Источник: А.А. Сахаров. Суверенные фонды благосостояния. Опыт России.

1.2.7. Сотрудничество с государствами-реципиентами инвестиций и стандарты информационной прозрачности фондов

Еще до кризиса некоторые западные политики, экономисты и представители корпоративного сектора проявляли беспокойство по поводу растущего влияния суверенных фондов. Некоторые наблюдатели критиковали суверенные фонды за отсутствие достаточной информации об их инвестициях, целях, управлении и опасались того, что крупные фонды будут использовать растущую финансовую мощь для того, чтобы преследовать политические цели. Однако с тех пор суверенные фонды предприняли ряд действий для того, чтобы снять поводы для беспокойства. Многие суверенные фонды согласились следовать «Принципам Сантьяго», которые предлагают общие для всех суверенных фондов стандарты прозрачности деятельности, независимости и управления.

³⁶ Стратегии Резервного фонда и Фонда национального благосостояния не изменились по сравнению с Стабилизационным фондом.

Принципы Сантьяго стали ответом на вопрос: «Кому и как должны быть подотчетны суверенные фонды?» Эти принципы были разработаны в 2008 г. международной рабочей группой под эгидой МВФ, в которую вошли представители ведущих суверенных инвестиционных фондов. Эти принципы затрагивают следующие аспекты деятельности СИФ:

- 1) правовой статус СИФ и их взаимоотношения с государством;
- 2) степень координации деятельности фонда и государственной макроэкономической политики;
- 3) возможные направления инвестирования;
- 4) механизмы внутреннего управления;
- 5) степень принимаемого риска.

«Принципы Сантьяго» включают (The Santiago Principles, 2008) в себя 24 положения:

1. Правовая структура суверенного инвестиционного фонда должна быть устойчивой и должна помогать поддерживать деятельность фонда для эффективного достижения поставленных целей³⁷.
2. Цель деятельности суверенного инвестиционного фонда должна быть строго определена и публично открыта.
3. Если суверенный инвестиционный фонд существенным образом влияет на внутреннюю макроэкономическую стабильность, то его деятельность должна тесно координироваться с политикой внутренних монетарных и бюджетных властей в целях обеспечения последовательности общей внутренней политики.
4. В стране происхождения суверенного инвестиционного фонда должны быть установлены строгие и публично доступные процедуры привлечения средств в фонд и изъятия средств из фонда, а также правила проведения расходных операций от лица государства.
5. Релевантные статистические данные, относящиеся к деятельности суверенного инвестиционного фонда, должны регулярно предоставляться в виде отчета собственнику фонда с последующим включением этих данных в блок макроэкономической статистики соответствующей страны.

³⁷ В частности, фонды должны публиковать всю свою отчетность в открытом доступе для обеспечения возможности мониторинга их деятельности со стороны независимых организаций.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

6. Управление суверенным инвестиционным фондом должно быть направлено на эффективное достижение поставленных задач. Для этого оно должно осуществляться в заранее установленных рамках и обеспечивать четкое и эффективное распределение прав и обязанностей и быть операционально независимым от других структур.
7. Собственник суверенного инвестиционного фонда должен устанавливать набор целей деятельности фонда, назначать членов правления и осуществлять надзор за деятельностью фонда в соответствии с заранее установленными процедурами.
8. Совет правления суверенного инвестиционного фонда должен ориентироваться на достижение максимальных результатов в рамках поставленных собственником целей. При этом Совет должен выдвигать некоторых из своих членов на руководящий пост.
9. Оперативный менеджмент суверенного инвестиционного фонда должен выполнять поставленные перед ним советом правления цели в соответствии с четко определенным уровнем ответственности.
10. Весь перечень ответственностей, возникающих в деятельности суверенного инвестиционного фонда, должен быть заранее установлен и занесен в документ, приравненный к уставу фонда.
11. Ежегодный отчет деятельности суверенного инвестиционного фонда и сопутствующие ему финансовые отчетности должны подготавливаться в соответствии с международными стандартами отчета, анализа и аудита и своевременно предоставляться собственнику фонда.
12. Деятельность суверенного инвестиционного фонда должна подвергаться ежегодной аудиторской проверке в соответствии с международными стандартами отчета, анализа и аудита. Результаты проверки должны своевременно предоставляться собственнику фонда.
13. Профессиональные и этические стандарты деятельности суверенного инвестиционного фонда должны быть известны всем членам фонда.
14. Оперативный менеджмент суверенного инвестиционного фонда должен иметь строгий финансовый план и действовать сообразно этому плану.

15. Деятельность суверенного инвестиционного фонда в остальных странах должна соответствовать всем применяемым в этих странах нормам раскрытия информации и регулирующим требованиям.
16. Степень независимости оперативного менеджмента от собственника суверенного инвестиционного фонда должна быть публично раскрытой.
17. Необходимая финансовая информация суверенного инвестиционного фонда должна быть публично открытой в целях: а) идентификации обществом экономической и финансовой ориентации деятельности фонда; б) обеспечения стабильности мировых финансовых рынков и доверия со стороны стран, принимающих инвестиции фонда.
18. Инвестиционная политика суверенного инвестиционного фонда должна быть четко определена и строго соответствовать: целям деятельности фонда, степени неприятия фондом риска³⁸, инвестиционной стратегии фонда, установленным собственником и советом правления. Описание инвестиционной политики фонда должно быть публично доступным.
19. Инвестиционные решения суверенного инвестиционного фонда должны максимизировать общий уровень финансовой отдачи, скорректированной с учетом риска³⁹.
20. Суверенный инвестиционный фонд не должен пользоваться своим преимуществом в доступе к закрытой информации государственного уровня в конкуренции с частными инвестиционными компаниями данной страны за осуществление инвестиций в другие страны.
21. Суверенный инвестиционный фонд рассматривает права, предоставляемые владельцам акций, как важнейший элемент стоимости вложений в эти акции. Если фонд предъявляет свои права на ак-

³⁸ В частности, инвестиционная политика фонда должна определить приемлемый уровень финансового рычага (заемных средств).

³⁹ Если инвестиционные решения фонда направлены на достижение не экономических целей, то набор таких решений должен быть четко определен и публично раскрыт.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

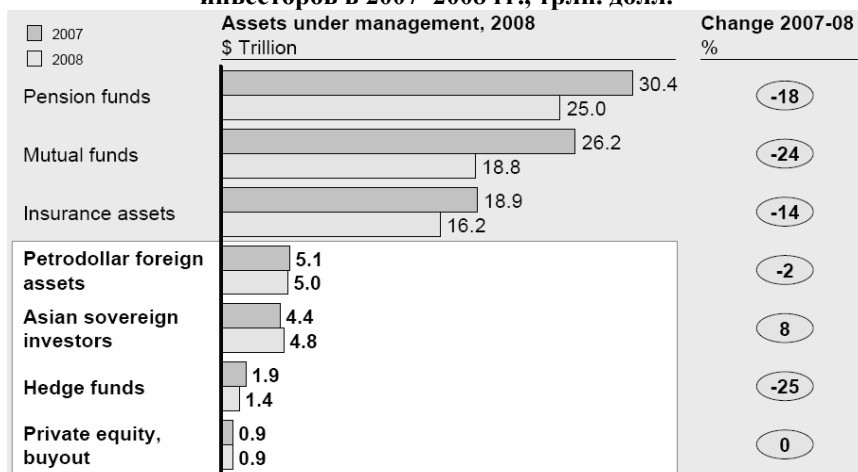
- ции той или иной компании, он осуществляет это в соответствии со своей инвестиционной стратегией.
22. Суверенный инвестиционный фонд должен иметь четкий алгоритм действий, в рамках которого происходит идентификация, оценка и управление рисками всех инвестиционных решений.
 23. Совокупные активы и инвестиции (в абсолютном и относительном выражениях) суверенного инвестиционного фонда должны регулярно оцениваться им и предоставляться собственнику в рамках общего отчета о деятельности фонда.
 24. Процесс внедрения «Принципов Сантьяго» в деятельность суверенного инвестиционного фонда должен контролироваться самим фондом.

1.2.8. Воздействие глобального кризиса на финансовые показатели деятельности суверенных инвестиционных фондов

Мировой финансовый кризис, начавшийся в 2008 г., серьезно повлиял на активы крупнейших игроков на мировом финансовом рынке. В последние два квартала 2008 года падение цен на нефть и мировых фондовых рынков привело к падению активов почти всех крупнейших игроков на финансовом рынке (см. график 1.12). При этом потери традиционных институциональных инвесторов: пенсионных и взаимных фондов и страховых компаний (от -14% до -24%) оказались значительно больше, чем у суверенных инвесторов нефтедобывающих и азиатских стран (от -2% до +8%). Это связано с тем, что активы традиционных институциональных инвесторов в большей степени вложены в рискованные активы – акции. Таким образом, на фоне сжатия глобальных финансовых рынков, доля активов суверенных инвесторов на глобальных финансовых рынках возросла.

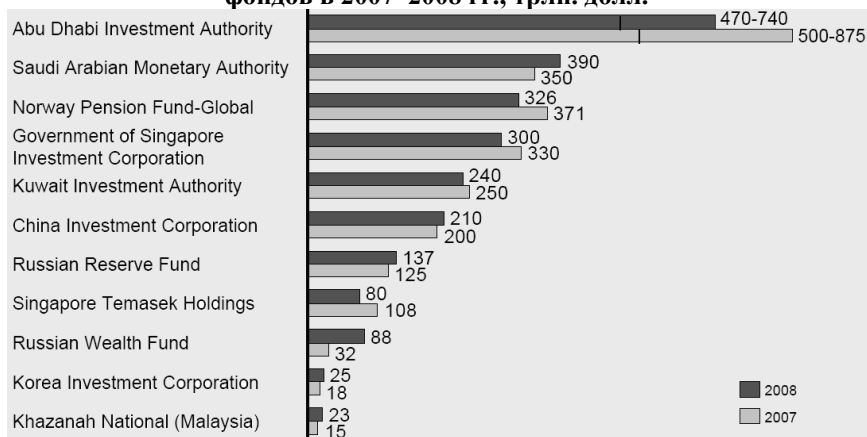
Динамика активов существенно варьируется среди суверенных инвестиционных фондов (см. график 1.13). Положительные темпы роста смогли показать только консервативные инвесторы: суверенные фонды России и зарубежные активы монетарного агентства Саудовской Аравии. Это в значительной мере связано с тем, что у этих фондов основную долю активов составляют государственные облигации, а также депозиты и средства на банковских счетах.

График 1.12. Активы под различными видами институциональных инвесторов в 2007–2008 гг., трлн. долл.



Источник: McKinsey Global Institute

График 1.13. Активы крупнейших суверенных инвестиционных фондов в 2007–2008 гг., трлн. долл.



Источник: McKinsey Global Institute

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

Наибольшие потери зафиксировали Правительственный пенсионный фонд Норвегии и Инвестиционное агентство Абу-Даби. Это произошло вследствие значительной доли акций в портфелях этих фондов (порядка 60%). В результате вливания средств в эти фонды в первой половине 2008 года в период высоких цен на нефть не смогли компенсировать масштабные убытки второй половины года, вызванные падением рынка акций.

1.2.9. Воздействие кризиса на инвестиционные стратегии суверенных фондов

Значительные потери активов суверенных фондов, произошедшие в результате обвала на фондовых площадках мира, породили волну критики стратегий управления активами фондов. Несмотря на то, что потери фондов в среднем составили меньше, чем падение рынка акций, суверенным фондам пришлось приостановить новые инвестиции на фондовом рынке.

Некоторые фонды объявили о пересмотре инвестиционных стратегий, однако долгосрочный горизонт инвестирования, вероятно, сохранится. Примеры показывают, что суверенные фонды планируют расширить инвестиционные стратегии и включить в возможные объекты инвестирования больше вложений в недвижимость, землю и сырье, а также будут уделять больше внимания развивающимся рынкам.

Повышенное внимание фондов к недвижимости вызвано появившейся в результате кризиса возможностью купить привлекательные объекты в собственность по низким ценам. Так, например, Инвестиционное агентство Абу-Даби объявило о планах образовать международный фонд недвижимости. Инвестиционное агентство Кувейта также планирует воспользоваться открывшимися возможностями на глобальном рынке недвижимости. Помимо недвижимости, фонды из нефтедобывающих стран, в особенности ближневосточные инвесторы, расширяют свои инвестиции в пахотные земли, пригодные для производства продовольствия и биотоплива. К примеру, ОАЭ стали владельцами 400 тыс. гектаров обрабатываемой земли в Судане, а Саудовская Аравия арендует земли в Эфиопии, пригодные для выращивания зерновых культур. Исполнительный директор Инвестиционного агентства Катара заявил в марте 2009 г., что фонд планирует частично перенаправить средства на инвестиции в ресурсы, обеспечивающие производство продовольствия и энергии.

Нефтедобывающие страны также присматриваются к странам с развивающимися рынками, особенно к азиатским странам, в целях установления долгосрочного сотрудничества. Основным доводом в пользу инвестиций в развивающиеся страны является опережающий среднемировой уровень темп роста их экономик. Инвестиционное агентство Катара планирует создать совместное предприятие с правительством Индонезии, для того чтобы инвестировать 850 млн. долл. в эту страну, а также планирует создать фонд с активами в 1 млрд. долл., нацеленный на инвестиции в агропромышленный сектор, природные ресурсы и туризм Вьетнама. Агентство также планирует инвестировать 400 млн. долл. в инфраструктурные проекты в Африке, направленные на развитие транспорта, коммуникаций и энергетики.

Помимо изменения стратегии инвестирования активов на внешних рынках, суверенные фонды с началом мирового кризиса направили значительный объем средств на поддержку национальных экономик: защиту курса национальной валюты, помощь банковской системе и компаниям реального сектора. Так, например, Фонд национального благосостояния России в конце 2008 г. – первой половине 2009 г. выдал кредит на 10 млрд. долл. Банку Развития (Внешэкономбанку) на докапитализацию российских кредитных организаций. Инвестиционное агентство Катара планировало в конце 2008 г. купить акции национальных банков, чтобы поддержать их устойчивость и вернуть доверие частных инвесторов. Монеарное агентство Саудовской Аравии разместило 3 млрд. долл. на депозитах в саудовских банках, испытывающих трудности. Правительства стран Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива решили совместно выкупить токсичные активы Международного банка Персидского залива⁴⁰ на сумму 4,8 млрд. долл. Норвегия выделила 20 млрд. долл. из Правительственного пенсионного фонда на стимулирование пострадавшей от кризиса национальной экономики.

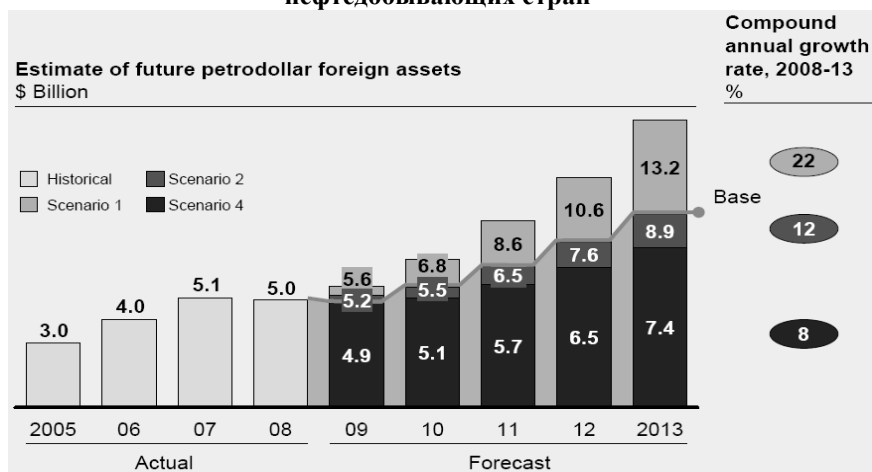
1.2.10. Прогноз объема активов суверенных инвесторов

По прогнозу McKinsey Global Institute, несмотря на ожидаемый спад мировой экономики, иностранные активы нефтедобывающих и азиатских стран продолжат расти в среднесрочной перспективе. Это связано с тем, что высокий спрос на экспортируемую этими странами продукцию будет сохраняться и в долгосрочной перспективе.

⁴⁰ Gulf International Bank.

1. Оценка потенциала воздействия суверенных инвестиционных фондов

График 1.14. Прогноз иностранных активов нефтедобывающих стран



Источник: McKinsey Global Institute

График 1.15. Прогноз иностранных активов азиатских стран



Источник: McKinsey Global Institute

В сценарии V-образного выхода мировой экономики из кризиса (Сценарий 1) объем иностранных активов азиатских и нефтедобывающих стран достигнет наибольшей величины (см. графики 1.14, 1.15). Важно заметить, что согласно прогнозу McKinsey Global Institute даже в случае продолжительной L-образной глобальной рецессии (Сценарий 4) суммарные иностранные активы суверенных инвесторов продолжают расти.

1.2.11. Возможная роль суверенных фондов в разрешении глобальных дисбалансов

Стратегия суверенных инвестиционных фондов первоначально была консервативной, что, вообще говоря, не соответствует долгосрочному профилю этих вложений. Поэтому такие фонды изменяли и будут изменять стратегию инвестирования на всё более высокодоходную, так как в долгосрочной перспективе вложений риск вторичен по отношению к доходности.

С учетом этого инструментами, которые такие фонды активно будут использовать в средне- и долгосрочной перспективе, должны стать прямые инвестиции. Представляется, что связывание средств суверенных фондов в проектах прямых инвестиций будет иметь дополнительные эффекты, помимо описанных выше. Речь идёт об изменении потока глобальной ликвидности в связи с естественным разрешением «парадокса сбережений»:

- по мере того, как из высоколиквидных бумаг будут уходить средства указных институциональных инвесторов, уровень ставок по ним поднимется до равновесного;
- по мере того, как активы этих фондов будут выведены из долларов, будет происходить коррекция курса доллара до равновесного;
- по мере того, как эти прямые инвестиции заработают, произойдёт ускорение трендового роста глобальной экономики.

Таким образом, использование менее консервативных стратегий инвестирования – это способ увести ликвидность с глобального рынка суверенных бумаг развитых стран и каким-то образом распределить её по рынкам прямых инвестиций всех стран мира. Одновременно это – способ способствовать коррекции глобальных дисбалансов, насколько возможно сохраняя при этом сбережения государства.

2. Российские суверенные инвестиционные фонды

Идея создания суверенного фонда была реализована в России в 2004 г. На тот момент достаточно высокий уровень мировых цен на нефть (при общей сырьевой направленности российской экономики) позволял извлекать сверхприбыль из продажи углеводородного сырья. Приток нефтяных доходов дал возможность государству создать суверенный фонд, аккумулирующий в себе часть бюджетных доходов от уплаты НДС на нефть и таможенных пошлин на экспорт нефти – Стабилизационный фонд РФ.

Основной целью создания Стабилизационного фонда послужила необходимость обеспечения сбалансированности федерального бюджета в случае ухудшения конъюнктуры мировых цен на нефть. Кроме того, фонд должен был выполнять функции частичной стерилизации потока нефтегазовых доходов, сдерживания инфляции и снижения зависимости бюджетной системы от экспорта углеводородного сырья.

В феврале 2008 г. Стабилизационный фонд прекратил свое существование и был разделен на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (ФНБ).

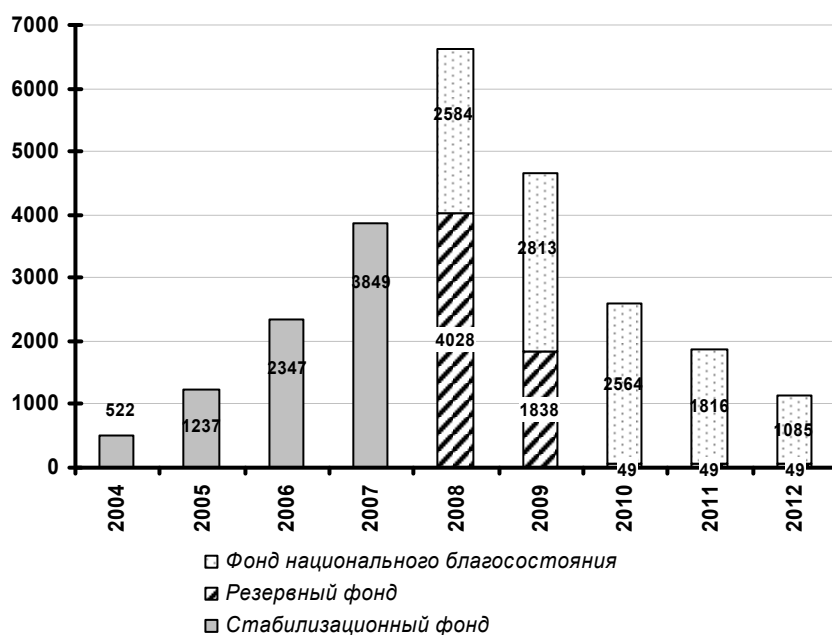
Резервный фонд играет ту же роль, что и Стабилизационный фонд, полностью заместив его. Цель создания ФНБ несколько иная – одновременно с обеспечением сбалансированности федерального бюджета, ФНБ призван в долгосрочной перспективе поддерживать систему пенсионного обеспечения в части финансирования пенсионных накоплений.

С разделением Стабилизационного фонда изменился и принцип наполнения суверенных фондов. До 2008 г. в фонд направлялись НДС и экспортные пошлины на нефть, в части превышающей базовую цену на нефть, устанавливаемую законом. Резервный фонд пополняется за счет суммы нефтегазовых доходов, к которым относятся НДС на нефть, газ и газовый конденсат и экспортные пошлины на нефть, газ и нефтепродукты, уменьшенных на величину нефтегазового трансферта в бюджет. После того, как объем Резервного фонда достигает своей нормативной величины, утвержденной Законом о бюджете на текущий год, все последующие нефтегазовые доходы перечисляются в ФНБ. Кроме нефтегазовых доходов, источником пополнения суверенных фондов, как и до их разделения,

служат доходы от инвестирования средств фондов и профинансированные, но кассово неисполненные расходы федерального бюджета за предыдущий год (переходящие остатки). Дополнительным источником увеличения (уменьшения) рублевой стоимости фондов является курсовая разница, возникающая в процессе переоценки остатков средств фондов.

С января 2004 г. происходило постоянное накопление средств российских суверенных фондов, и на конец 2008 г. их совокупный объем достиг 6612 млрд. руб., или 15.9% ВВП (см. график 2.1).

График 2.1. Остаток средств в нефтегазовых фондах России в 2004–2008 гг. и официальный прогноз на 2009–2012 гг. (млрд. руб.)⁴¹

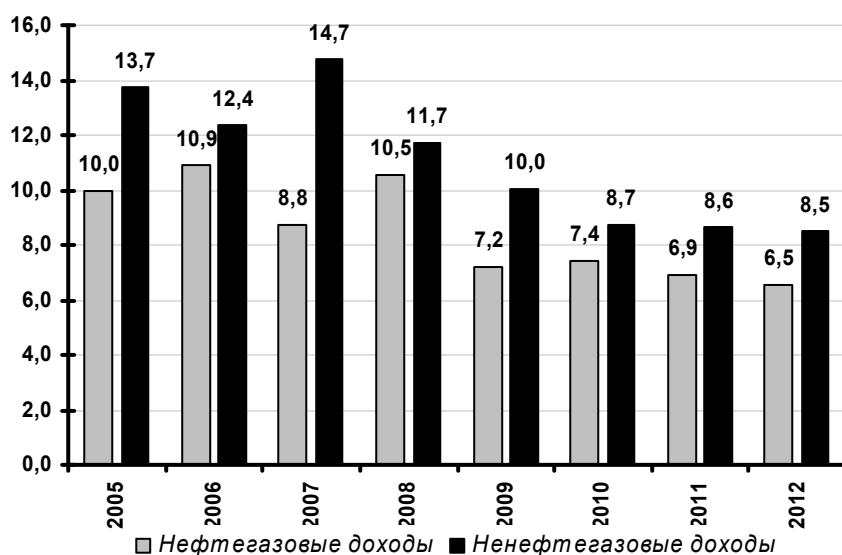


Источник: Министерство финансов РФ, проект Закона о федеральном бюджете на 2010 г. и на плановый период 2011–2012 гг.

⁴¹ Прогноз Минфина при ценах на нефть марки Urals: 57 долл./барр. в 2009, 58 долл./барр. в 2010, 59 долл./барр. в 2011 и 60 долл./барр.

С наступлением кризиса процесс непрерывного накопления нефтегазовых фондов прекратился. Нефтегазовые доходы бюджета, являющиеся основным источником пополнения суверенных фондов, следуя за ценой на нефть, резко сократились (см. график 2.2).

График 2.2. Нефтегазовые и нефтегазовые доходы федерального бюджета в 2004–2008 гг. и официальный прогноз на 2009–2012 гг. (% ВВП)

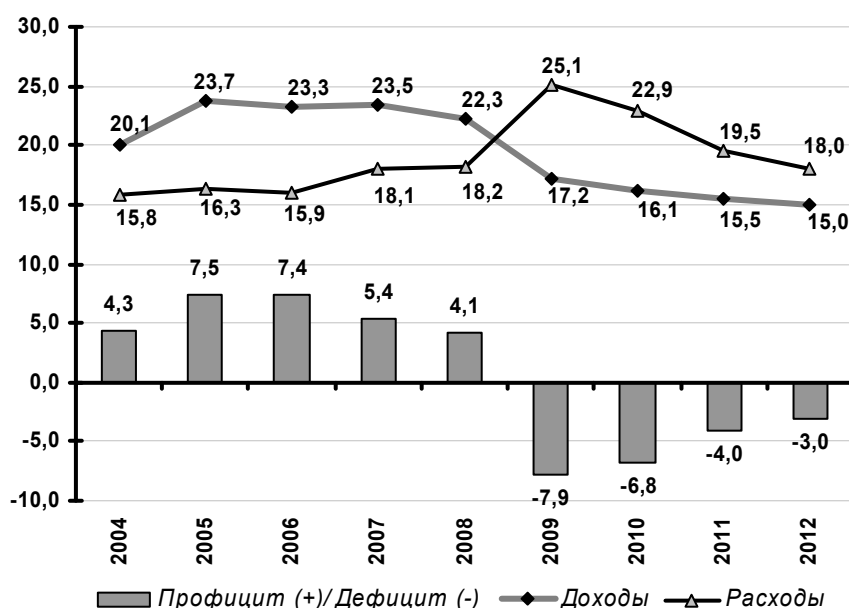


Источник: Министерство финансов РФ, проект Закона о федеральном бюджете на 2010 г. и на плановый период 2011–2012 гг.

Кроме того, во время кризиса произошло резкое падение общей величины бюджетных доходов, во многом обусловленное высокой зависимостью бюджетных поступлений от нефтегазовых доходов. При этом неэластичность бюджетных расходов к кризису, связанная с необходимостью исполнения ранее взятых расходных обязательств и осуществления дорогостоящих антикризисных мер, переводит федеральный бюджет из разряда устойчиво профицитного в дефицитный. В 2009 г. дефицит федераль-

ного бюджета ожидается на уровне 7,9% ВВП, в дальнейшем предполагается его медленное снижение (см. график 2.3).

График 2.3. Динамика доходов, расходов и профицита/дефицита федерального бюджета в 2004–2008 гг. и официальный прогноз на 2009–2012 гг. (% ВВП)



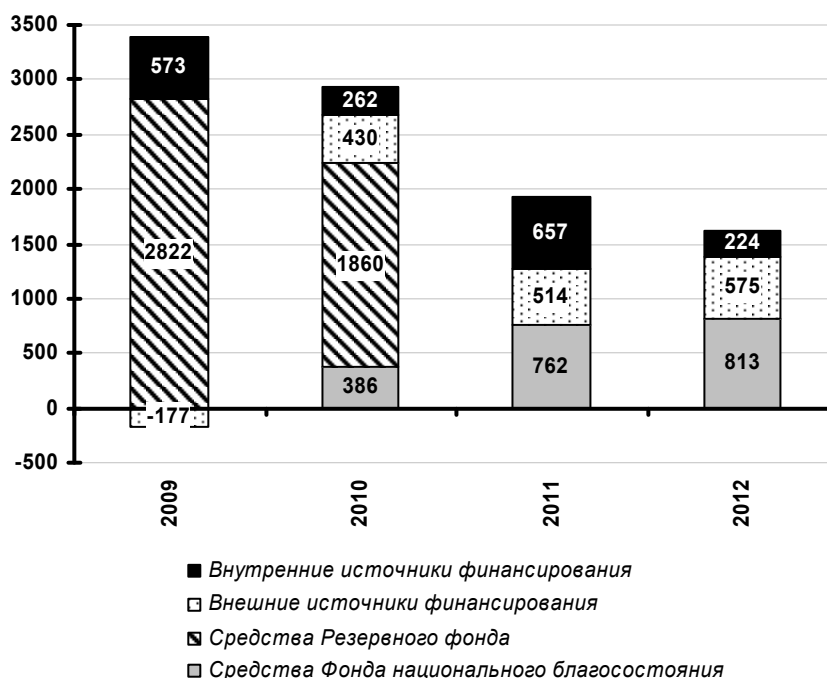
Источник: Министерство финансов РФ, проект Закона о федеральном бюджете на 2010 г. и на плановый период 2011–2012 гг.

Основным источником погашения образовавшегося дефицита федерального бюджета станут средства накопленных за годы высоких нефтяных цен суверенных фондов (см. график 2.4). Согласно проектировкам, заложенным в проект закона о бюджете на ближайшие три года, нефтегазовые фонды будут практически полностью использованы на погашение дефицита бюджетной системы (см. выше график 2.1). По официальному прогнозу, Резервный фонд будет исчерпан уже в 2010 г., величина ФНБ к

2. Российские суверенные инвестиционные фонды

к концу 2012 г. составит всего 1085 млрд. руб., или 2,0% ВВП. Таким образом, будет реализована основная функция российских нефтегазовых фондов – обеспечение сбалансированности федерального бюджета.

График 2.4. Источники финансирования дефицита федерального бюджета, согласно проекту Закона о федеральном бюджете (млрд. руб.)¹



¹Отрицательная величина внешних источников финансирования в 2009 г. означает, что погашение превысило привлечение.

Источник: проект Закона о федеральном бюджете на 2010 г. и на плановый период 2011–2012 гг.

Помимо поддержания стабильности бюджетной системы во время кризиса, российские суверенные фонды играют важную роль в качестве

основного источника средств для реализации государственных антикризисных мер (см. табл. 2.1).

**Таблица 2.1. Размещение средств ФНБ на депозитах
Внешэкономбанка, по состоянию на 1 декабря 2009 г.**

Направление использования размещенных средств	Фактически размещено, млрд. руб.	Структура размещения, %	Средняя процентная ставка, %	Максимально допустимая сумма размещения, млрд. руб.
Предоставление субординированных кредитов (займов) российским кредитным организациям	387.8	66.5	7.4	410.0
Поддержка фондового рынка РФ	175.0	30.0	7.0	175.0
Кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства	20.0	3.4	8.5	30.0
Кредитование ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию"	0.0	0.0	8.5	40.0
Итого:	582.8	100.0	-	655.0

Источник: Министерство финансов РФ

В среднесрочной перспективе развитие событий достаточно неоднозначно и будет определяться тем, какой сценарий макроэкономического развития реализуется.

При реализации пессимистичного сценария, предполагающего сохранение низких цен на нефть⁴², как и в проекте закона о федеральном бюджете, Резервный фонд будет практически полностью использован на погашение бюджетного дефицита уже в 2010 г.

Однако ФНБ удастся частично сохранить – по указанному сценарию его величина на конец 2012 г. составит порядка 1.9 трлн. руб. Наличие в среднесрочной перспективе неснижаемого остатка средств ФНБ позволит частично использовать средства суверенного фонда для размещения на

⁴² При ценах на нефть марки Urals: 59 долл./барр. в 2009, 58 долл./барр. в 2010, 60 долл./барр. в 2011 и 67 долл./барр.

2. Российские суверенные инвестиционные фонды

депозитах во Внешэкономбанке. Последние могут быть использованы для целей развития национальной экономики, в т.ч. стимулирования формирования конкурентоспособного национального финансового сектора. Масштаб средств, которые в среднесрочной перспективе представляется возможным разместить таким образом, без ухудшения показателей ликвидности и рискованности портфеля ФНБ, оценивается в 0,5% ВВП в течение примерно трех лет ежегодно.

В оптимистичном сценарии, реализуемом в условиях благоприятной конъюнктуры цен на нефть⁴³, к 2012 г. величина фондов практически восстановится на докризисном уровне. На конец 2012 г. совокупный объем суверенных фондов составит примерно 4,98 трлн. руб., или 8,8% ВВП. Восстановление фондов создаст широкие возможности для инвестирования части средств на внутреннем рынке. Масштаб средств, которые в среднесрочной перспективе представляется возможным разместить на депозитах во Внешэкономбанке, без ухудшения показателей ликвидности и рискованности портфеля ФНБ, в этом сценарии оцениваются в 1% ВВП в течение четырех лет ежегодно.

В долгосрочной перспективе сохранение средств суверенных фондов будет маловероятно. По ряду фундаментальных причин не приходится ожидать, что в долгосрочной перспективе цена на нефть сможет вернуться на докризисный уровень и удержаться на нем, обеспечив тем самым российскому бюджету новые сверхдоходы. Таким образом, ожидаются достаточно умеренные поступления доходов в федеральный бюджет, и в частности – в нефтегазовые фонды, что не позволит вновь наполнить их.

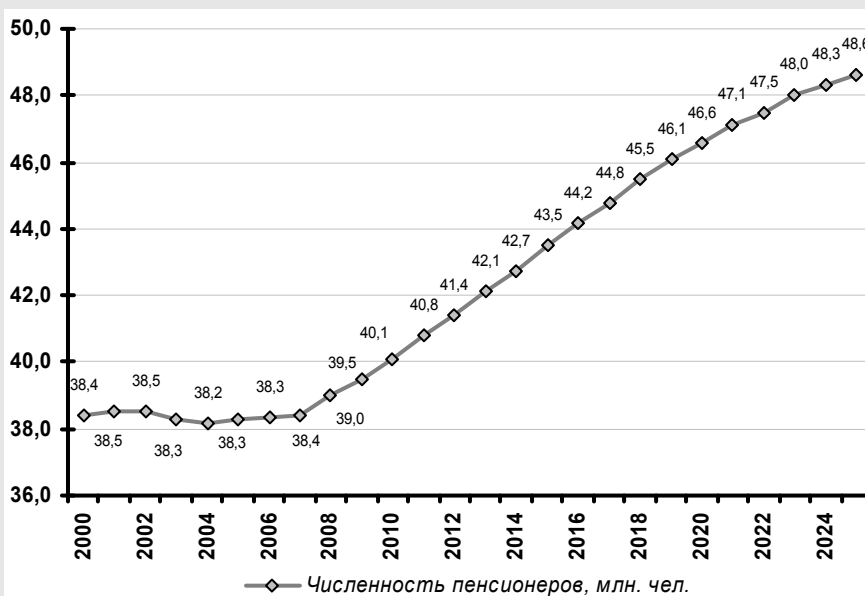
При этом растущие дисбалансы со стороны пенсионной системы (подробнее см. врезку 2.1) потребуют значительных вливаний со стороны федерального бюджета, которые, вероятнее всего, будут осуществляться за счет средств суверенных фондов до полного их исчерпания.

⁴³ При ценах на нефть марки Urals: 59 долл./барр. в 2009, 90 долл./барр. в 2010, 95 долл./барр. в 2011 и 92 долл./барр.

Врезка 2.1. О росте расходов на пенсионное обеспечение.

Постепенный рост продолжительности жизни, наблюдающийся в настоящее время в России, повлечет за собой значительное увеличение численности пенсионеров. К 2025 г. их численность достигнет 48,6 млн. чел., против 39 млн. чел. в 2008 г. (см. график В1). При этом численность занятого населения, финансирующего пенсионные выплаты, будет находиться на уровне ниже наблюдавшейся в 2008 г.

График В1. Динамика численности пенсионеров (млн. чел.)



Источник: Федеральная служба государственной статистики, расчеты ЦМАКП

Следствием указанной разнонаправленной динамики численности пенсионеров и численности занятых в экономике станет дальнейшее разбалансирование пенсионной системы, что, в свою очередь, потребует постоянного увеличения потока бюджетных средств на финансирование

2. Российские суверенные инвестиционные фонды

дефицита Пенсионного фонда. Кроме того, ситуация будет дополнительно усугубляться необходимостью реализации обещанного Правительством повышения коэффициента замещения зарплат пенсиями до 40%, что потребует постоянной опережающей по сравнению с инфляцией индексации пенсий.

Таким образом, если не будут предприняты дополнительные меры для решения обозначенной проблемы, такие как повышение возраста выхода на пенсию, то уже в ближайшие годы трансферты в Пенсионный фонд начнут перетягивать на себя значительную долю расходов федерального бюджета, финансируемую за счет накопленных суверенных фондов.

3. Возможные стратегии размещения средств российских суверенных фондов в условиях коррекции глобальных дисбалансов

При разработке стратегии управления российскими суверенными инвестиционными фондами (СИФ) необходимо принимать во внимание следующие обстоятельства.

Первое. Сохраняющийся значительный масштаб глобальных дисбалансов создает высокие риски существенной коррекции стоимости важнейших мировых валют в средне- и долгосрочной перспективе, а также ставок по инструментам с фиксированной доходностью. Последнее может стать причиной потерь в стоимости средств суверенных инвестиционных фондов, реализующих консервативную стратегию размещения средств (включая российские Резервный фонд и ФНБ)⁴⁴.

Второе. Пытаясь снизить свои потери, обусловленные флуктуацией доходностей финансовых инструментов и курсов валют, страны-держатели СИФ, вероятно, будут смещать инвестиционные стратегии СИФ от вложений в инструменты с фиксированной доходностью и портфельных инвестиций к вложениям, осуществляемым в форме прямых инвестиций. Во-первых, по сравнению с портфельными инвестициями прямые инвестиции способны обеспечить значительно более высокий уровень доходности, при более высокой прозрачности активов и возможности непосредственно влиять на хозяйственные риски инвестируемого бизнеса. Во-вторых, такие инвестиции могут быть средством получения стратегических конкурентных преимуществ – доступа к прорывным технологиям и уникальным компетенциям, новым рынкам, сырьевым ресурсам, торговым маркам и др. Для стран с развивающимися рынками прямые и косвенные выгоды от получения такого доступа могут существенно превосходить возможные финансовые потери от изменения курсов валют, в которых деноминированы активы.

⁴⁴ К примеру, 20%-е снижение курса доллара по отношению к евро при условии сохранения курса бивалютной корзины (0.55 доллара, 0.45 евро) к рублю на постоянном уровне и текущей валютной структуре Резервного фонда и ФНБ ведет к потерям рублевой стоимости этих фондов в размере 5.4%

3. Возможные стратегии размещения средств

Третье. Попытки СИФ развивающихся стран получить доступ к стратегическим активам в предкризисный период встречали сопротивление со стороны развитых стран-реципиентов инвестиций, и, с высокой вероятностью, будут встречать такое сопротивление в будущем. Политика США и Евросоюза в отношении инвестиций СИФ в перспективе, по-видимому, будет ориентирована на решение следующих задач.

1. Введение ограничений на использование капитала суверенных фондов посредством жесткого регулирования их деятельности. Инструментами решения данной задачи служат как ужесточение национальных законодательств, так и разработка под эгидой международных организаций (МВФ, ОЭСР) регламентов деятельности СИФ, навязываемых странам-донорам в качестве «стандартов лучшей практики».

2. Привлечение СИФ к рекапитализации финансовых институтов развитых стран и финансированию выкупа «поврежденных» активов (impaired assets).

3. Предотвращение участия представителей СИФ в советах директоров системно значимых компаний, по возможности ограничение их инвестиций неголосующими пакетами акций.

Четвертое. Политическое давление, с которым сталкиваются и, вероятно, продолжают сталкиваться СИФы на рынках развитых стран, будет стимулировать их к частичной переориентации в пользу инвестиций на развивающихся рынках, включая Россию. Особой привлекательностью на данных рынках для СИФ и финансируемых ими компаний будут обладать активы, обеспечивающие доступ к тем или иным сырьевым ресурсам.

Пятое. В перспективе шести-семи лет Россия от ситуации существенного превышения валовых сбережений над инвестициями может перейти к ситуации дефицита сбережений. Так, если в 2008 и в 2010 гг. отношение валового накопления к валовым сбережениям составляло 69–73%, то к 2014–2015 гг., по инерционному прогнозу, это соотношение повысится до 85–90%. К 2016–2017 гг. оно выйдет на уровень 95–105%. При этом, учитывая устойчивую иммобилизацию значительной части⁴⁵ валовых национальных сбережений в зарубежных активах банков, населения и предприятий, ситуация острого дефицита сбережений в экономике возникнет даже несколько ранее.

⁴⁵ 27% ежегодно в бескризисный период, с учетом «бегства капитала».

Причиной роста напряженности баланса сбережений и инвестиций станут: а) ожидаемое в перспективе замедление роста доходов от сырьевого экспорта, что резко ограничит формирование сбережений; б) усиление потребности экономики в инвестициях для компенсации растущего выбытия основных фондов.

В результате экономика окажется перед выбором между тремя возможными вариантами дальнейшего развития.

1. Нарастивание привлечения внешних заимствований и инвестиций, причем в масштабах, существенно превосходящих показатели «бума» внешнего корпоративного долга 2004–2007 гг. Такой вариант согласуется с сохранением докризисной стратегии инвестирования российских СИФ. В рамках последней данные ресурсы размещаются исключительно в зарубежные активы, а возникающий в экономике дефицит предложения средне- и долгосрочных средств компенсируется путем «встречного» привлечения внешних заимствований реальным сектором и банками.

2. Переориентации средств, накопленных в российских СИФ (в данном случае – ФНБ) на финансирование (непосредственное или опосредованное институтами развития) инвестиций в реальном секторе. Такой вариант позволит на некоторое время покрыть дефицит внутренних сбережений, однако приведет к быстрому исчерпанию ресурсов СИФ, после чего проблема вновь актуализируется.

3. Стимулирование, с привлечением средств российских СИФов, развития отечественного финансового сектора. Цель такого развития – за счет модернизации финансовых институтов и повышения их устойчивости «переключить» на внутренний рынок часть сбережений российских компаний и населения, уменьшив их вложения в зарубежные финансовые активы. Или, иначе говоря, устранить напряженность баланса сбережений и инвестиций за счет более эффективного использования сбережений.

Шестое. Каждый из трех вариантов решения проблемы дефицита сбережений сопряжен со своими специфическими системными рисками.

Реализация *первого варианта* (компенсация дефицита за счет форсированного привлечения внешних займов) приведет к усилению системных финансовых рисков. Это связано с опережающим ростом валютных долгов банков, предприятий и домашних хозяйств по сравнению с доходами, получаемыми ими в валюте. Как следствие, существенное изменение об-

3. Возможные стратегии размещения средств

менного курса рубля, вызванное колебаниями конъюнктуры мировых сырьевых или финансовых рынков, может привести к неплатежеспособности широкого круга заемщиков. Также в этом случае становится вероятной потеря ликвидности финансовыми институтами из-за ажиотажного спроса на валюту.

Таким образом, этот вариант будет сопряжен с накоплением системных валютных и кредитных рисков, а также рисков ликвидности. Это аналогично ситуации, сложившейся в российской экономике накануне кризиса 2008–2009 гг.

При этом уязвимость экономики к шокам на внешних рынках будет выше, чем накануне кризиса 2008–2009 гг. – из-за менее благоприятного соотношения накопленного внешнего долга и официальных резервов. Последнее, в свою очередь, обуславливается ожидаемым низким сальдо баланса по текущим операциям⁴⁶, что приведет к существенному снижению динамики официальных валютных резервов.

Реализация *второго варианта* (использование средств СИФ для финансирования инвестиций в реальном секторе) будет сопряжена с повышенными институциональными рисками. В частности, речь идет о риске давления на институты, ответственные за принятие решений по размещению средств, возникновения конфликта интересов в рамках данных институтов, риске непрофессионального или недобросовестного управления инвестициями. Исключительно высокими становятся риски ошибочного выбора приоритетных направлений и объектов поддержки (отрасли, компании, продукты, технологии), а также рентоориентированного поведения поддерживаемых компаний.

Кроме того, в этом варианте растут инфляционные риски. Расходование средств СИФ на внутреннем рынке будет означать увеличение денежного предложения. Последнее, при прочих равных условиях, будет способствовать повышению уровня инфляции.

Но ключевым недостатком этого варианта являются ограниченные возможности по использованию средств СИФ для компенсации возникающего дефицита сбережений. Даже при благоприятной конъюнктуре глобального рынка углеводородов, позволяющей поддерживать остатки в ФНБ на уровне около 9% ВВП (см. раздел 2), эти средства могут быть

⁴⁶ Уменьшение разницы между валовыми сбережениями и валовыми инвестициями тождественно ухудшению сальдо по текущим операциям.

полностью исчерпаны в течение трех-четырёх лет. Это неприемлемо с точки зрения сохранения устойчивости государственных финансов. Кроме того, это означает, что проблема дефицита сбережений так и не будет решена, а лишь перенесена на более поздние сроки.

Для *третьего варианта* (использование средств СИФ для развития отечественного финансового сектора и последующего уменьшения оттока капиталов сбережений и предприятий) ключевым является риск недостижения необходимого результата, либо масштабных незапланированных затрат времени и средств.

Высокая неопределенность в достижении результата – обеспечении потребности реального сектора в финансовых ресурсах для инвестирования – обуславливается тем, что этот результат должен быть достигнут посредством косвенных мер (т.е. путем создания условий для предоставления необходимых финансовых ресурсов реальному сектору, а не путем самого предоставления). Как следствие – высокая зависимость достижения результата от поведения субъектов рынка (их ожиданий, степени доверия к проводимой политике), а также от случайных шоков.

Для этого варианта также характерны институциональные риски, однако они меньше, чем во втором варианте. Причины:

- функция выбора объектов и направлений поддержки инвестиций в реальном секторе передается от государства к банкам;
- большая прозрачность и более сильный надзор в финансовом секторе по сравнению с реальным.

Третий вариант имеет ряд преимуществ по сравнению с двумя другими:

- позволяет снизить системные финансовые риски за счет сдерживания роста внешнего долга и повышения уровня капитализации банковского сектора;
- использование средств СИФ не создает инфляционного давления, поскольку сопровождается дедолларизацией экономики и уменьшение скорости обращения денег;
- позволяет «экономить» средства СИФ – благодаря эффекту финансового рычага (леверджа).

Что касается риска незапланированных затрат и затягивания достижения результата, то он может быть уменьшен за счет повышения комплексности проводимой политики (дополнения мер развития финансового

3. Возможные стратегии размещения средств

сектора изменениями в смежных секторах – на рынке земли и недвижимости, в сфере корпоративного управления, политикой доходов и др.) .

С учетом рассмотренных обстоятельств могут быть предложены следующие рекомендации в части выработки стратегии размещения средств российских суверенных фондов.

1. Третий вариант решения проблемы дефицита сбережений может быть назван предпочтительным. При этом данный вариант не исключает возможности размещения значительной части средств российских СИФ в зарубежные активы – с целью стерилизации избыточного притока экспортных доходов, а также сглаживания колебаний доходной базы бюджета.

2. Этот вариант также не исключает использования средств СИФ для точечной поддержки инвестиций в приоритетных отраслях через посредство институтов развития. Однако для снижения возникающих институциональных рисков такая поддержка должна отвечать ряду принципов.

а) Необходимо сформулировать качественные цели, конечные и промежуточные целевые показатели институтов развития по каждому из основных направлений деятельности. Необходимо установить механизмы персональной ответственности за достижение поставленных результатов со стороны высших исполнительных лиц института развития.

б) Необходимо конкретизировать список отраслевых приоритетов институтов развития, сконцентрировав усилия на тех сегментах, которые являются «узкими местами» с точки зрения экономического роста и повышения технологического уровня развития экономики. Масштабы этих сегментов должны быть таковы, чтобы ограниченных ресурсов института развития было достаточно для оказания значимого стимулирующего воздействия на каждый из них.

в) Для эффективного выявления приоритетных сегментов высокотехнологичных отраслей необходимо активно развивать механизмы «обратной связи» институтов развития с предпринимательским и научным сообществом (постоянно действующие совещательно-консультационные органы по вопросам направлений инвестиционной политики при наблюдательных советах институтов развития).

г) Необходимо создать систему контроля за целевым характером поддерживаемых проектов, промежуточного контроля за ходом их реализации и последующего контроля за эффективностью результатов проектов.

Обязательным является обеспечение высокого статуса служб внутреннего контроля институтов развития. Основной задачей таких служб должно стать обеспечение независимого от менеджмента контроля за ходом реализации проектов, а также последующей оценки достигнутых результатов.

3. Помимо решения при помощи средств СИФ задач развития российского финансового сектора следует сохранить возможность «дозированного» использования этих средств для поддержки банковской системы, платежеспособности стратегически значимых российских компаний по зарубежным кредитам и, возможно, поддержки финансовых рынков. Такая необходимость обуславливается высокой вероятностью возникновения новых стрессовых ситуаций на глобальных финансовых рынках, а также высокой заинтересованностью СИФ других стран с развивающимися рынками в приобретении активов, обеспечивающих доступ к сырьевым ресурсам.

4. Прогноз возможных потерь российского банковского сектора в условиях глобального финансового кризиса и оценка потребности в поддержке со стороны государства

4.1. Оценка потенциальных потерь российского банковского сектора в условиях глобального кризиса 2008–2009 гг.

4.1.1. Тенденции и факторы роста потерь российского банковского сектора в среднесрочной перспективе

Анализ показывает, что в среднесрочной перспективе ключевой для устойчивости российского финансового сектора будет проблема низкого качества кредитного портфеля банков. Эта проблема, как показывает проведенный предварительный анализ, может приобрести затяжной характер. Причина – в незавершенности начатого кризисом процесса финансового оздоровления российских компаний и исправления фундаментальных макроэкономических дисбалансов, ставших причиной падения качества кредитов и роста «плохих долгов».

В настоящее время динамика доли «плохих долгов», отражаемых в отчетности кредитных организаций, определяется тремя моментами.

Первое: сохранение фундаментальных факторов роста доли «плохих долгов» (проблемных и безнадежных ссуд) компаний (см. схему 4.1):

- неблагоприятное соотношение прибыли и долга компаний;
- «проедание» предприятиями собственного оборотного капитала.

Второе: переоформление (пролонгирование) банками ранее накопленной задолженности маскирует реальный масштаб «плохих долгов»

Третье: ограниченность возможностей маскировки «плохих долгов» ограничены.

- Фиксация компаниями-заемщиками убытков за 2009 год потребует от банков пересмотра оценок качества корпоративного долга.

- Повторные неплатежи по кредитам, пролонгированным еще на начальной стадии кризиса (осень-зима 2008 г.), заставят банки более жестко добиваться погашения задолженности со стороны подобного рода «хронических» неплательщиков. Усилятся попытки взыскания задолженности посредством изъятия залогов, а также инициирования процессов банкротства должников. В результате, банки будут вынуждены «засвечивать» в своей отчетности действительное качество кредитного портфеля.
- Действие послаблений, введенных Указанием ЦБ РФ 2156-У, продлено до 01.07.2010 г. Новое продление действия положений данного указания возможно. Однако рано или поздно Банк России будет вынужден вернуться к докризисному порядку отражения качества долга. Это необходимо для преодоления негативного влияния послаблений на фактическое качество кредитных портфелей (проблема moral hazard).

Несоответствие масштаба падения выручки предприятий нефинансового сектора, произошедшего в результате кризиса, масштабу сокращения их издержек (в первую очередь – фонда оплаты труда) привело к заметному снижению прибыльности в большинстве отраслей (см. график 4.1).

В конце 2008 г. – начале 2009 г. в большинстве отраслей экономики были зафиксированы убытки. С марта 2009 г. произошла стабилизация – предприятия стали «выходить» в прибыль. Однако после стабилизации соотношение «прибыль/долг» в нефинансовом секторе зафиксировалось на уровне, заметно более низком, чем в докризисный период (в среднем – 16% в марте-ноябре 2009 г. против 27% за аналогичный период 2007 г., см. график 4.2).

Одновременно произошло снижение обеспеченности собственным оборотным капиталом практически всех видов производств. Наиболее сильным это снижение было в обрабатывающих отраслях (см. график 4.3).

Парадоксальным образом, несмотря на сжатие банковского кредитования, его доля в источниках формирования оборотного капитала предприятий существенно возросла. Причина – в том, что остальные источники оборотных средств сокращались еще более резко. Это означает рост долговой нагрузки на предприятия.

Схема 4.1. Факторы, определяющие динамику «плохих долгов» по ссудам и займам, полученными предприятиями

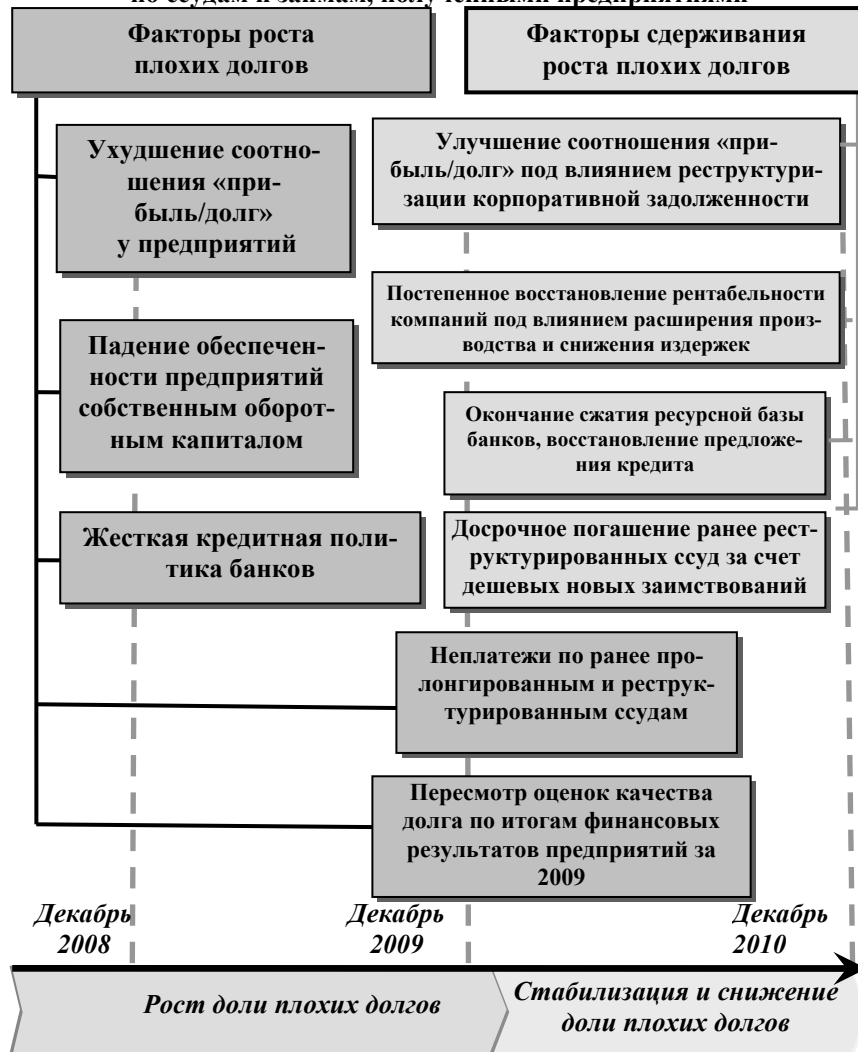
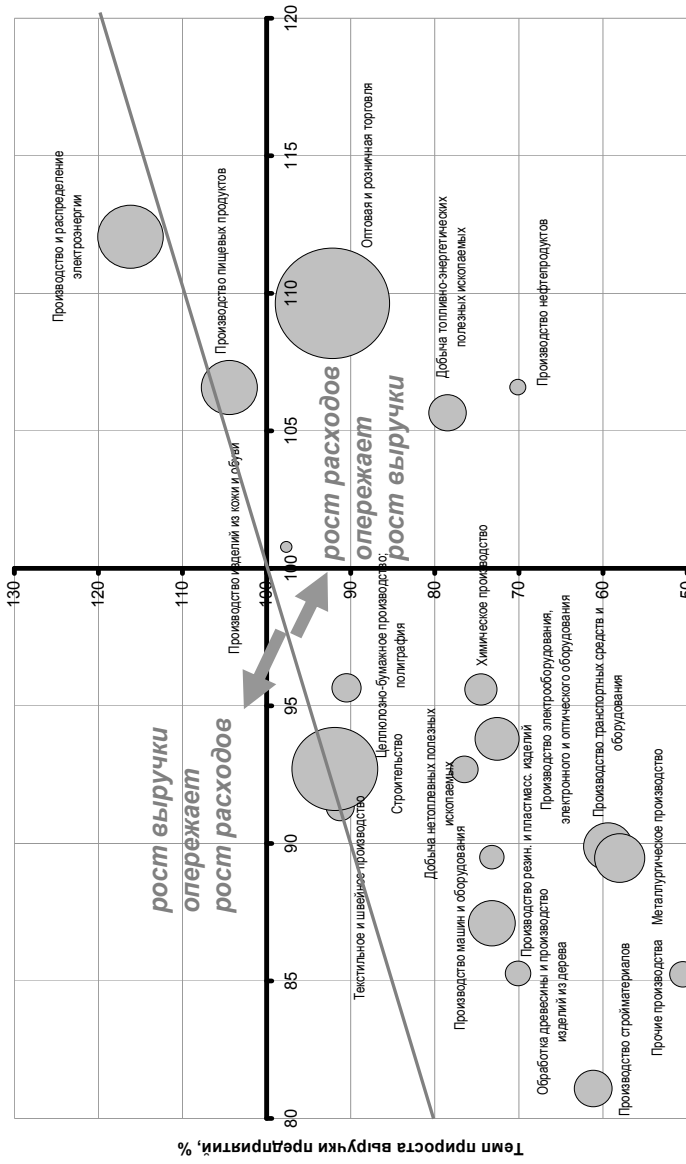
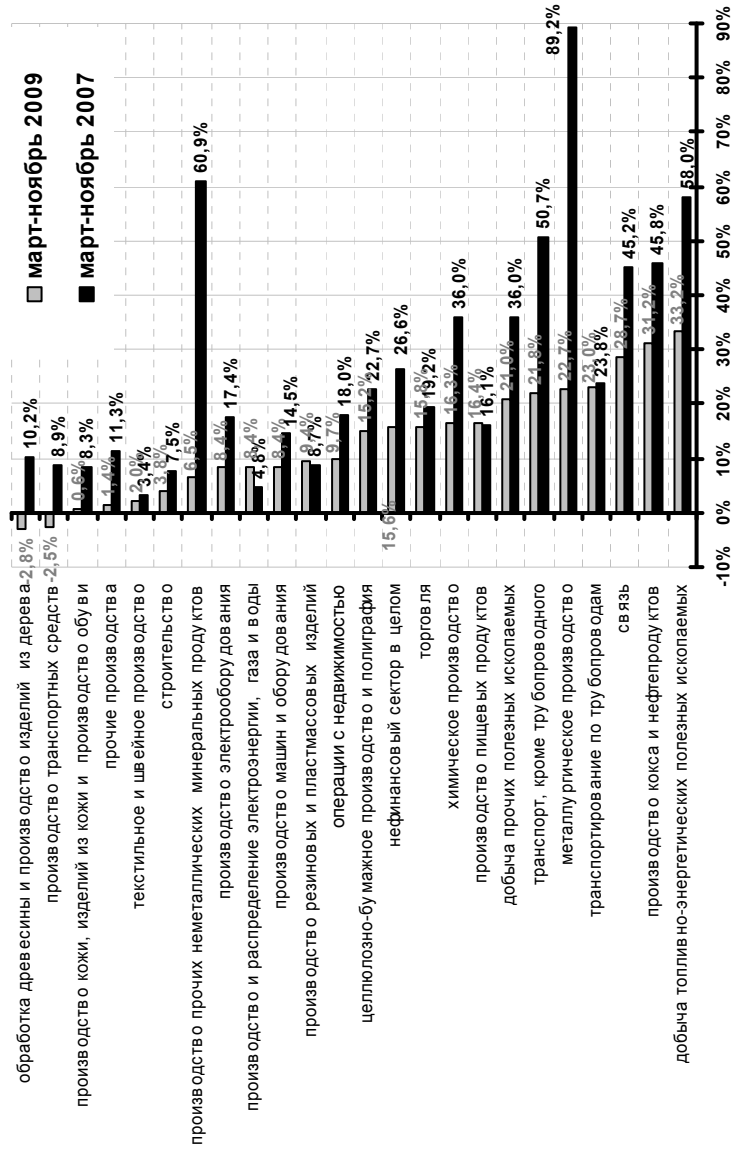


График 4.1. Динамика выручки и расходов на оплату труда в нефинансовом секторе (первое полугодие 2009 г. к первому полугодю 2008 г., %)



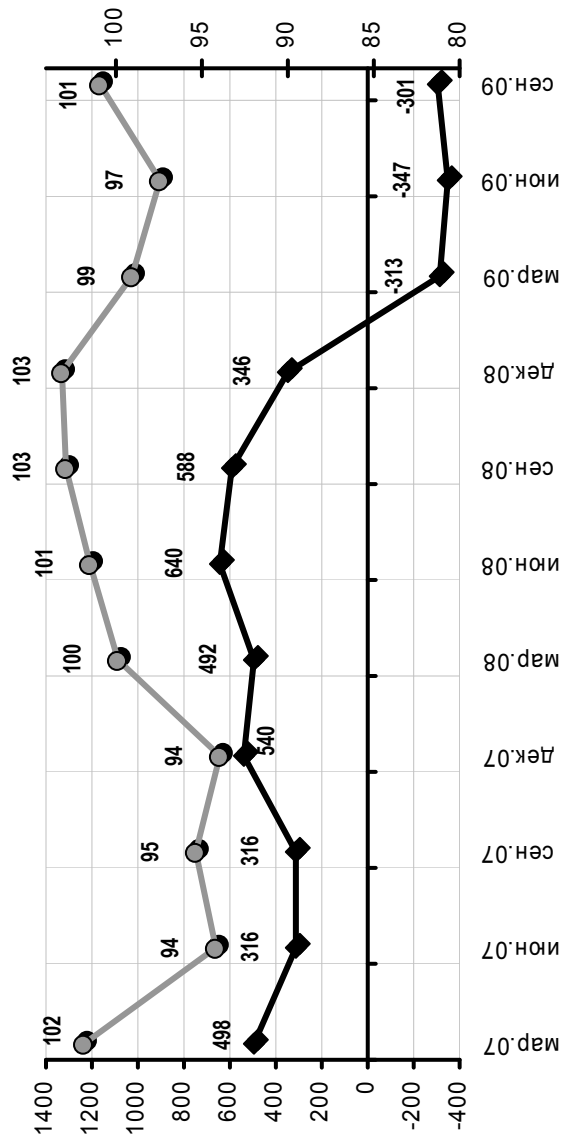
Темп прироста фонда оплаты труда, %
 Источник: данные Росстата, расчеты ЦМАКП

График 4.2. Отношение прибыли к долгу в нефинансовом секторе (включая кредитогорскую задолженность, в годовом выражении, %)



Источник: данные Росстата, расчеты ЦМАКП

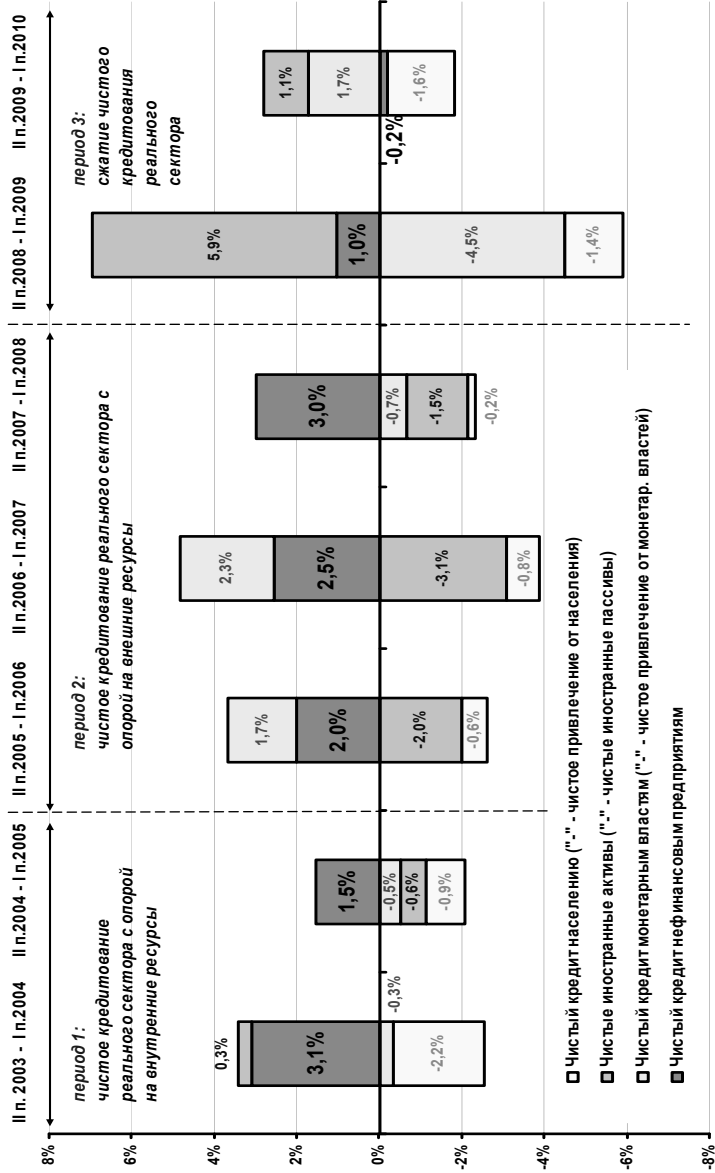
График 4.3. Собственный оборотный капитал и ликвидность в обрабатывающих производствах



◆ Собственный оборотный капитал обрабатывающих производств, млрд.руб.
 ● Коэффициент ликвидности обрабатывающих производств (правая шкала), %

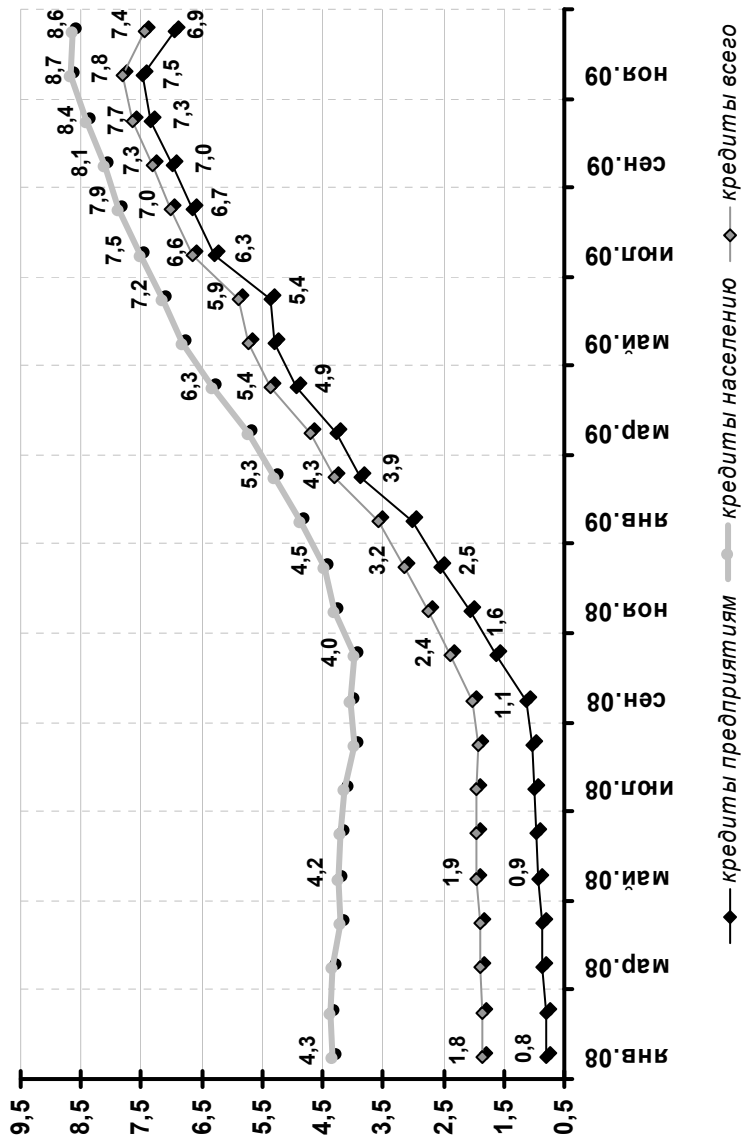
Источник: данные Росстата, расчеты ЦМАКП

График 4.4. Сальдо операций банков с другими секторами (потоки, в % к ВВП)



Источники: данные Банка России, расчеты ЦМАКП

График 4.5. Доля просроченной задолженности в совокупном объеме кредитов
(без учета Сбербанка и ВТБ, на конец месяца, %)



Источник: данные Банка России, расчеты ЦМАКП

4. Прогноз возможных потерь российского банковского сектора

Аномальный, в условиях кризиса, рост зависимости предприятий от долга становится фактором неустойчивости их финансового положения.

Дело в том, что вплоть до середины 2010 г. банки не смогут выступать в качестве устойчивого источника чистого кредитования реального сектора. Это связано с начавшейся перегруппировкой финансовых потоков, опосредуемых банковской системой. Операции с внешним миром и монетарными властями из источника чистого притока ресурсов в банковскую систему превратились в источник их чистого оттока (см. график 4.4).

Неустойчивость доступа к кредиту в условиях дефицита у предприятий собственных оборотных средств стимулирует все новых заемщиков к отказу от погашения ранее привлеченных ссуд и займов. Это становится причиной роста объема «плохих долгов».

Однако благодаря активизации процесса реоформления и пролонгирования проблемных долгов рост доли просроченной задолженности, отражаемой в банковских балансах, а также проблемных и безнадежных ссуд во второй половине 2009 г. стал немного замедляться (см. графики 4.5, 4.6).

С учетом ожидаемого в 2010 г. умеренного роста экономики (прирост ВВП на 4–5%) соотношение прибыли и долгов предприятий несколько повысится по сравнению с уровнем 2009 г. Правда, она все равно окажется ниже докризисного уровня (см. график 4.7).

При этом нужно иметь в виду, что уже в предкризисный период это соотношение было достаточно напряженным. Напряженность обуславливалась краткосрочностью долга предприятий. Так, на начало 2008 г. доля долгосрочных (свыше трех лет) ссуд в кредитах, привлеченных предприятиями от российских банков, составляла всего 24%. В результате краткосрочности долга нагрузка на финансы предприятий, связанная с погашением его основной части, была достаточно значительной. Так, в период 2005–2007 гг. за счет получаемой прибыли реальный сектор мог профинансировать только около $\frac{1}{3}$ платежей по обслуживанию и погашению ранее привлеченных кредитов. Соответственно примерно $\frac{2}{3}$ платежей могли финансироваться только за счет привлечения новых заимствований. В этих условиях существовал значимый риск того, что в случае затруднений с предоставлением предприятиям новых кредитов, значимая часть заемщиков окажется неплатежеспособной.

График 4.6. Доля просроченной задолженности, проблемных и безнадежных ссуд⁴⁷ в совокупном объеме кредитов (включая Сбербанк и ВТБ, на конец месяца, %)



Источник: данные Банка России, расчеты ЦМАКП

Для того, чтобы реальный сектор смог успешно адаптироваться к этому уровню долга, потребуется существенное удлинение сроков привлекаемых заимствований, а также возможные списания или повторные пролонгации долга.

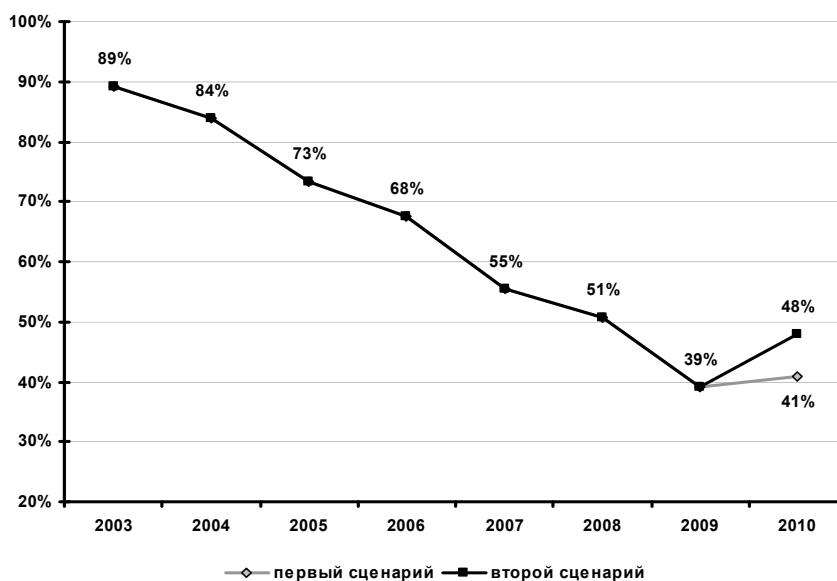
⁴⁷ Показатель просроченной задолженности не включает в себя всей суммы необслуживаемого кредита. Он отражает только непогашенные «транши» кредита.

Показатель объема проблемных и безнадежных ссуд, наоборот, отражает всю величину кредита, по которому имеется длительная задержка платежа. Дополнительным фактором, который учитывается при отнесении кредита к категории проблемных и безнадежных, является финансовое положение заемщика.

Классификация кредитов по категориям осуществляется на основании Положения ЦБ РФ №254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, по ссудной и приравненной к ней задолженности».

4. Прогноз возможных потерь российского банковского сектора

График 4.7. Отношение валовой прибыли к долгу нефинансового сектора (без учета кредиторской задолженности, %)



Источник: данные Росстата, расчеты ЦМАКП

С высокой вероятностью в течение длительного периода после окончания макроэкономического кризиса сохранится достаточно обширная группа крупных компаний с «застойной» проблемной задолженностью. Речь идет о крупных компаниях, нуждающихся в глубокой реструктуризации собственного бизнеса, но ограниченных в возможности проведения такой реструктуризации, в том числе из-за высоких социальных рисков (высвобождение значительного числа занятых).

Банки-кредиторы данных компаний окажутся втянутыми в многолетний процесс списаний проблемного долга. Последний будет сопряжен для данных банков с повышенными репутационными рисками. Кроме того, вследствие затягивания процесса реструктуризации бизнеса крупных проблемных должников, новые займы, привлекаемые ими уже после окончания кризиса, также будут иметь неясные перспективы погашения.

В то же время конец 2009 г. показал, что уже произошла «кристаллизация» групп корпоративных заемщиков, имеющих низкий уровень долговой нагрузки и стабильные перспективы бизнеса. Эти группы станут центрами устойчивого экономического роста, притягивающими капиталы, трудовые ресурсы и наиболее перспективные производственные активы. С этими группами связаны перспективы расширения «качественного» корпоративного долга.

4.1.2. Прогноз роста доли «плохих долгов» в 2010–2011 гг.

Как показывает опыт кризисов в различных странах, рост доли «плохих долгов» в общем объеме банковских ссуд в среднем продолжается в течение двух лет после начала кризиса (см. табл. 4.1). Можно ожидать, что последний российский кризис как раз будет соответствовать этому «среднестатистическому» случаю.

На основе панельных данных за 1997–2008 гг. по 41 стране нами была построена регрессия, позволяющая прогнозировать значения доли «плохих долгов» в кредитном портфеле по макроэкономическим данным и данным финансовой статистики с лагом в один год (см. график 4.8). При этом использовались данные МВФ (Global financial stability report) о доле «плохих долгов» (non-performing loan, NPL) в кредитном портфеле по различным странам. В соответствии с методологией МВФ для России в качестве показателя доли «плохих долгов» (NPL) применяется рассчитываемый Банком России показатель доли проблемных и безнадежных ссуд (IV и V категории качества).

Модельные расчеты показывают, что фактическая доля проблемных и безнадежных ссуд в банковском кредитном портфеле в 2010 г. продолжит свой рост и достигнет величины в 19–20%. Это в 5 раз выше уровня начала 2009 г. (3,8%) и примерно на $\frac{1}{3}$ выше уровня начала 2010 г. (около 14,5%, см. график 4.10). Данный показатель достаточно близок к уровню, зафиксированному на «пике» кризиса 1998 г. (см. график 4.9).

Однако с поправкой на эффект от действия Указания Банка России 2156-У, позволяющего банкам «приукрашивать» качество долга (в том числе часть пролонгируемых и реструктурируемых долгов не относить к проблемным ссудам), отчетный показатель доли проблемных и безнадежных ссуд в кредитном портфеле на конец 2010 г. составит 13–14%. Для сравнения: на начало 2010 г. отчетный показатель составлял около 10%.

4. Прогноз возможных потерь российского банковского сектора

Учитывая прогнозируемое восстановление темпов экономического роста и связанное с этим увеличение доходов нефинансовых предприятий, в 2010 г. можно ожидать существенного замедления динамики доли «плохих долгов» по сравнению с 2009 г. Стабилизация доли «плохих долгов» наступит, скорее всего, во втором полугодии 2010 года.

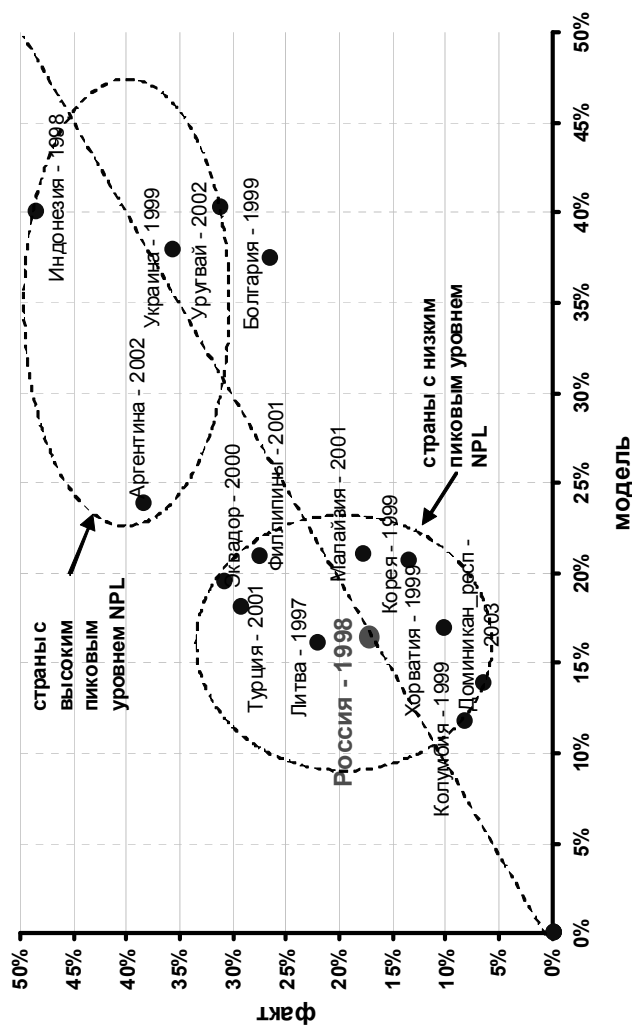
В 2011 г. можно ожидать перехода к устойчивому снижению доли «плохих долгов», который будет сопровождаться списаниями безнадежной задолженности.

Таблица 4.1. Длительность периода роста доли «плохих долгов» в общем объеме ссуд

	Год начала кризиса	Год прекращения роста доли «плохих долгов»	Число лет роста доли «плохих долгов» после начала кризиса
Аргентина	2001	2002	1
Доминикан. Респ.	2003	2003	0
Индонезия	1997	1998	1
Корея	1997	2000	3
Болгария	1996	1999	3
Колумбия	1998	1999	1
Малайзия	1997	2001	4
Никарагуа	2000	2002	2
Россия	1998	1998	0
Словакия	1998	1998	0
Таиланд	1997	1998	1
Турция	2000	2001	1
Украина	1998	2004	6
Уругвай	2002	2002	0
Филиппины	1997	2001	4
Хорватия	1996	1999	3
Чехия	1996	2000	4
Эквадор	1998	2000	2
Среднее			2

Можно ожидать, что выход на нормальный для России уровень проблемных и безнадежных ссуд (4–4,5% от портфеля) займет около пяти лет после прохождения пика. Длительность выхода обусловлена ожидаемыми низкими темпами роста экономики в перспективе ближайших лет (в отличие от ситуации после кризиса 1998 г.)

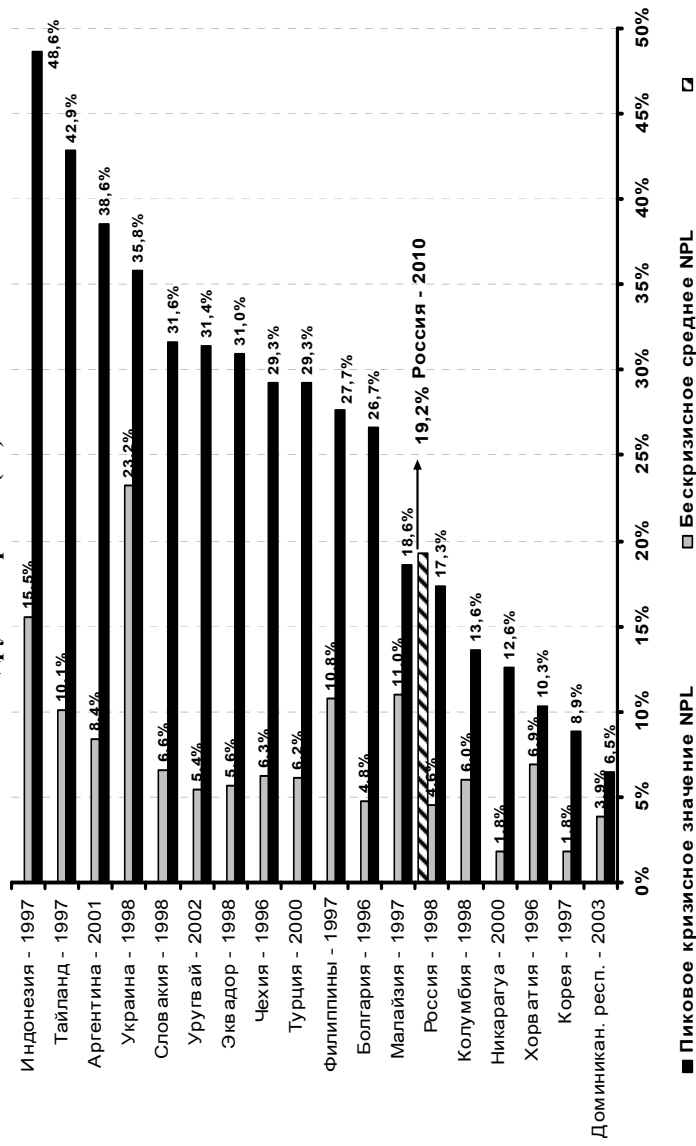
График 4.8. Модельные и фактические значения доли «плохих долгов» (NPL)⁴⁸ на пике кризиса, %



Источник: данные IFS и GFSR, расчеты ЦМАКП

⁴⁸ Здесь и далее используются данные МВФ (Global financial stability report) о доле «плохих долгов» (NPL) в кредитном портфеле по различным странам. В соответствии с методологией МВФ для России в качестве показателя доли «плохих долгов» (NPL) применяется рассчитываемый Банком России показатель доли проблемных и безнадежных ссуд.

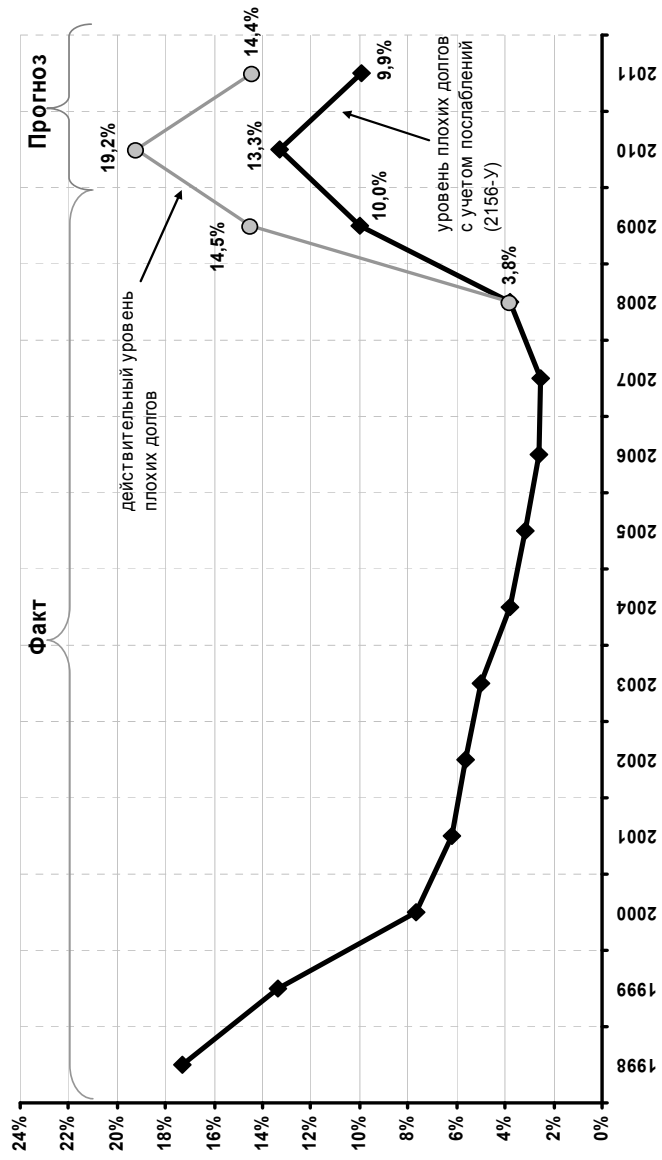
График 4.9. Пиковые и бескризисные значения доли «плохих долгов» в России⁴⁹ и других странах (%)



Источники: данные GFSR, расчеты ЦМАКП

⁴⁹ Россия, 2010 – фактическое значение (без послаблений в учете качества ссуд, введенных в конце 2008 г. Указанием ЦБ РФ 2156-У).

График 4.10. Прогноз доли проблемных и безнадежных ссуд в кредитном портфеле российских банков (на конец года, %)



Источник: данные IFS и GFSR, расчеты ЦМАКП

4.2. Оценка потребности российского банковского сектора в докапитализации за счет государства в условиях глобального финансового кризиса

Моделирование изменения качества активов и пассивов банковского сектора позволило прийти к следующим основным выводам.

Во-первых, с необходимостью срочных вливаний для выполнения требований к достаточности капитала до конца 2010 г. столкнется группа банков, на которую приходится около 10% активов системы. Примерно половину потребности в срочных вливаниях капитала формируют частные региональные банки.

Во-вторых, значимая группа банков (6% активов системы) может столкнуться с одновременным дефицитом собственного капитала и ликвидности. Это – зона повышенного риска с точки зрения возникновения и распространения банковской паники.

В-третьих, объем средств, выделяемых государством на рекапитализацию банков, достаточен для решения проблемы нехватки капитала – но при условии сохранения послаблений к учету качества ссуд. Переход к отражению фактического качества ссуд потребует увеличения помощи государства на 130–140 млрд. руб.

В-четвертых, необходимо изменение структуры господдержки капитализации банковского сектора: повышение роли субординированных кредитов ВЭБа и участия АСВ, уменьшение роли докапитализации путем внесения ОФЗ.

4.2.1. Оценка объема необходимой поддержки со стороны государства

На основе моделирования изменения балансов выборки банков – в условиях реализации различных вариантов роста объема «плохих долгов» – потребность банков в дополнительной капитализации в 2010 г. оценивается в 126 млрд. руб. Из этих средств потребность в рекапитализации банков за счет государства оценивается в порядка 100 млрд. руб. Эта величина укладывается в объем предполагаемой государственной поддержки капиталов.

Прогноз потребности банков в дополнительной капитализации строится, исходя из следующих допущений (предпосылок):

- объем взносов в капиталы банков должен обеспечивать удержание показателя достаточности капитала на уровне не менее 11% (минимальное нормативное значение – 10%);
- собственники банков способны ежегодно предоставлять взносы в их капитал в объеме 23% от его величины на начало года (средний уровень интенсивности инвестиций собственников в 2003–2008 гг.);
- остальная часть потребности банков в пополнении капитала покрывается за счет государства;
- доли каждого банка в совокупных показателях банковской системы (активах, кредитах, проблемной задолженности по кредитам) на прогнозном периоде считаются постоянными.

Оценки показали, что при прогнозируемом росте доли проблемных и безнадежных ссуд потребность банков в создании резервов под потери по кредитам и другим активам составит около 680 млрд. руб. в 2010 г. (см. график 4.11).

При таких расходах на формирование резервов балансовая прибыль банков составит в 2010 г. порядка 440 млрд. руб. (см. график 4.12).

При этом банки, у которых достаточность капитала может упасть ниже порогового уровня, предъявят спрос на вливания в капитал в объеме 120–130 млрд. руб. за 2010 г. (см. график 4.13).

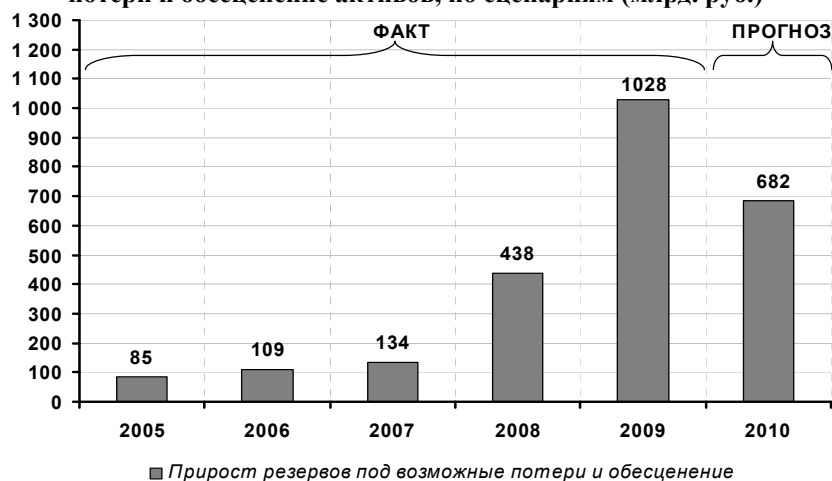
20–21% потребности банков в дополнительной капитализации может быть обеспечено за счет их собственников. Оставшиеся 79–80% придется покрывать за счет государства (около 100 млрд. руб.).

Это вполне укладывается в объем помощи, которую может предоставить государство в соответствии с Федеральными законами № 168-ФЗ (субординированные кредиты ВЭБа за счет средств, полученных из ФНБ – пока еще «не выбрано» 2 млрд. руб.) и № 181-ФЗ (докапитализация банков в обмен на ОФЗ в объеме до 100 млрд. руб.).

Если качество кредитного портфеля будет учитываться без послаблений, предусмотренных Указанием ЦБ РФ 2156-У, то потребность в рекапитализации за 2010 г. существенно вырастет и составит более 300 млрд. руб. Из них 230–240 млрд. руб. потребует привлечь за счет государства.

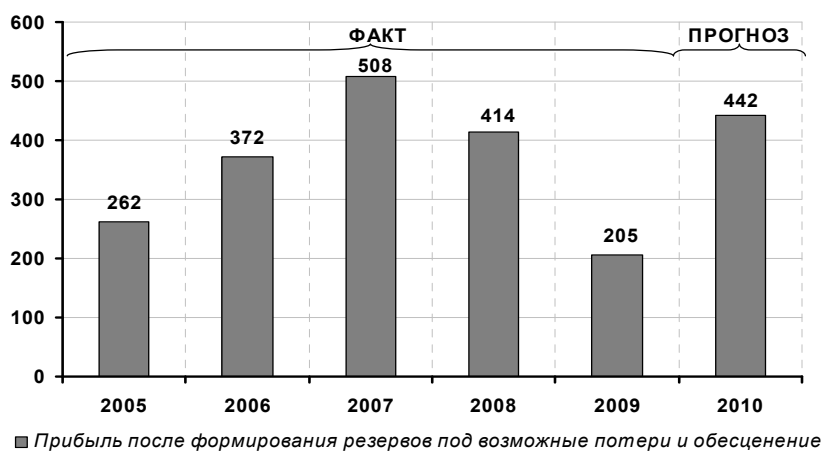
4. Прогноз возможных потерь российского банковского сектора

График 4.11. Прирост резервов банков, создаваемых под возможные потери и обесценение активов, по сценариям (млрд. руб.)



Источник: данные Банка России, расчеты ЦМАКП

График 4.12. Балансовая прибыль банков (млрд. руб.)



Источник: данные Банка России, расчеты ЦМАКП

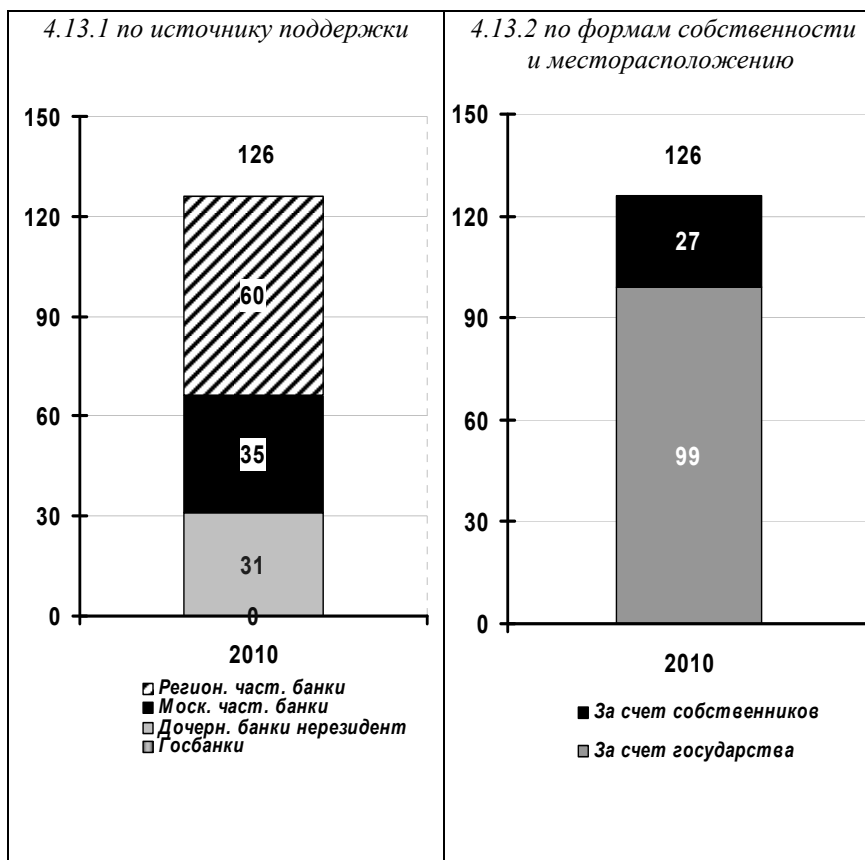
4.2.2. Оценка структуры потребности банковского сектора в государственной поддержке

На основе моделирования изменения балансов выборки банков и оценки потребности в рекапитализации были получены следующие основные выводы.

1. Потребность в дополнительной капитализации – в случае пролонгирования действия Указания 2156-У до конца 2010 г. – возникнет у порядка ста кредитных организаций, на которые приходится заметная часть совокупных активов банковского сектора (10%).
2. На эти «капитало-дефицитные» банки приходится существенная часть депозитов населения: 22% депозитов вне Сбербанка. Это обуславливает высокую социальную значимость спасения данных банков.
3. Основную долю потребности в рекапитализации – 77% предъявляют девятнадцать крупных банков, с активами более 50 млрд. руб. (см. график 4.14.2).
4. «Костяк» группы банков, нуждающихся в дополнительной капитализации, составляют частные региональные банки (47% от общего объема потребности, см. графики 4.13.2 и 4.14.1). Это 47 кредитных организаций, доли которых в совокупных активах банковской системы, ее капитале и депозитах вне Сбербанка составляют 2,5%, 1,0% и 7,1% соответственно. При этом на долю двух из них приходится основная часть потребности в рекапитализации: 40 млрд. руб., т.е. порядка 70% общего объема потребности частных региональных банков.
5. Основной «зоной риска» в банковской системе является группа банков, одновременно сталкивающихся с нехваткой капитала и возможным дефицитом ликвидности. Эта группа является потенциальным каналом переноса кредитных рисков банковского сектора на вкладчиков и соответственно заражения «паникой».
6. «Зона риска» – в условиях сохранения действия положений 2156-У – достаточно заметна: 7% суммарных активов банковской системы и 17% депозитов населения вне Сбербанка. Сочетание значительных рисков группы с высокой социальной значимостью объективно делают ее приоритетным объектом антикризисного вмешательства со стороны регуляторов.

4. Прогноз возможных потерь российского банковского сектора

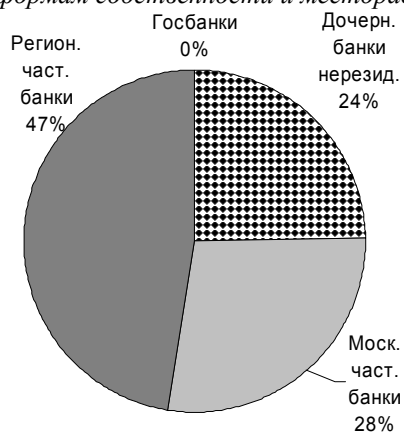
График 4.13. Объем потребности банков в дополнительной капитализации для выполнения нормативов достаточности капитала в 2010 г. (млрд. руб.)



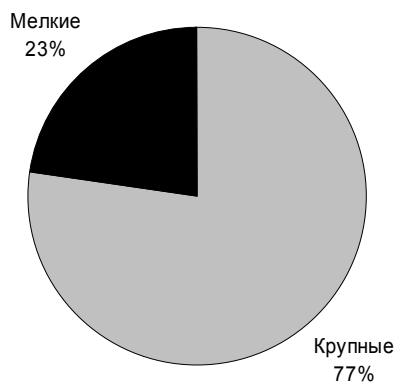
Источник: данные Банка России, расчеты ЦМАКП

График 4.14. Структура потребности банков в дополнительной капитализации для выполнения нормативов достаточности капитала в 2010 г. (по группам банков, в %)

4.14.1 по формам собственности и месторасположению



4.14.2 по размеру активов (крупные – свыше 50 млрд. руб.)



Источник: данные Банка России, расчеты ЦМАКП

4. Прогноз возможных потерь российского банковского сектора

4.2.3. Необходимые изменения инструментов поддержки банковского сектора

Анализ объема и структуры спроса банковского сектора на поддержку капитализации и ликвидности на прогнозном периоде позволил оценить эффективность существующих инструментов государственной поддержки. Основные результаты такой оценки:

1. При достаточности объема поддержки банковской системы со стороны государства структура поддержки нуждается в изменении
2. Целесообразно расширить программу предоставления банкам субординированных кредитов за счет сокращения средств, направляемых в капитал первого уровня посредством внесения ОФЗ
 - Последняя программа не пользуется спросом из-за высоких репутационных рисков, которые она создает для потенциальных получателей помощи
 - Средства для такого расширения могут быть получены за счет размещения ОФЗ на рынке
3. Для крупных банков, находящихся в «зоне риска» (декапитализация, уязвимость к оттокам вкладов), может потребоваться использование стабилизационных кредитов Банка России и участие АСВ
 - В случае возникновения острых проблем с ликвидностью у таких банков предоставление им беззалоговых кредитов ЦБ РФ и рефинансирования под залог нерыночных активов может оказаться неприемлемым из-за высоких рисков таких вложений
 - Стабилизационные кредиты ЦБ РФ должны предоставляться на длительный срок под программу реструктуризации и рекапитализации таких банков
 - Уже на стадии возникновения проблем с ликвидностью таким банкам может быть предложена поддержка АСВ с последующим вхождением в капитал. Это потребует перераспределения в пользу АСВ части госсредств, направляемых на рекапитализацию банковского сектора.

5. Анализ практики и рекомендации по усовершенствованию инструментов поддержки отечественного фондового рынка за счет средств российских суверенных фондов

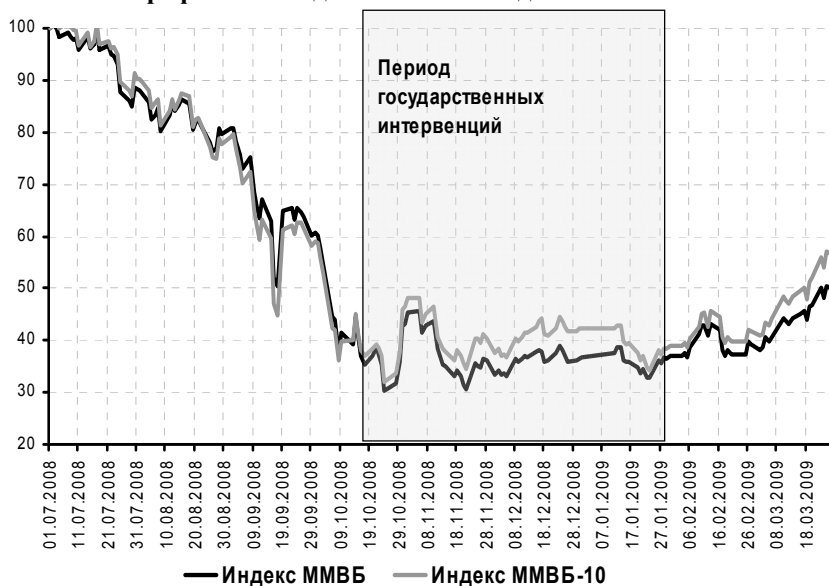
Государственные интервенции на фондовом рынке, осуществлявшиеся за счет средств ФНБ при посредстве Внешэкономбанка, начались в октябре 2008 г. и закончились в январе 2009 г. (см. график 5.1).

Их опыт оказался не вполне успешным. В целом, эти интервенции не оказали значимого позитивного воздействия на рынок.

Однако уроки, полученные монетарными властями в результате интервенций на фондовом рынке, должны быть учтены. На их основе могут быть сформулированы следующие несколько принципов эффективной поддержки рынка, которые могут использоваться в перспективе.

- Необходимо сделать операции, осуществляемые ВЭБом на фондовом рынке, более концентрированными по объему, возможно, сократив при этом период проведения интервенций.
- Необходимо определить и обнародовать примерные сроки инвестирования бюджетных средств, а также порядок, в соответствии с которым по окончании данных сроков будет осуществляться продажа на рынке приобретенных государством ценных бумаг.
- Необходимо обнародовать критерии и принципы отбора компаний при инвестировании, увязав эти принципы с устойчивостью инвестируемых компаний.
- Полезно разработать инструменты страхования коллективных инвестиций и инвестиций физических лиц на фондовом рынке с целью восстановления сберегательных стимулов и формирования внутренней базы консервативных инвесторов, оказывающих поддержку рынку.

График 5.1. Индекс ММВБ и индекс ММВБ-10⁵⁰.



5.1. Содержание мер государственной поддержки отечественного фондового рынка

Объем средств, направленных на поддержку фондового рынка, составил 175 млрд. руб. в 2008–2009 гг. ежегодно. В 2008 г. эта поддержка обеспечивалась путем размещения средств из Фонда национального благосостояния.

Объектами инвестирования средств ФНБ стали ликвидные акции российских эмитентов, включенные в состав биржевых индексов, и корпоративные облигации с рейтингом не ниже ВВ-. Механизм отбора инвестируемых компаний ВЭБом не оглашался.

⁵⁰ MICEX 10 index consists of 10 most liquid shares circulating at MICEX stock exchange.

По оценкам аналитиков коммерческих банков, инвестиции осуществлялись ВЭБом малыми порциями – около 5 млрд. руб. ежедневно (справочно: средний ежедневный объем торгов акциями, входящими в индекс ММВБ, в период интервенций составлял 20–25 млрд. руб.).

По оценкам наблюдателей, часто применяемой тактикой действий ВЭБа является покупка крупными лотами акций ряда крупных государственных компаний и банков в последние минуты перед закрытием торгов. Это способствует повышению котировок к закрытию дня, что демонстрировало положительный результат поддержки рынка.

5.2. Цели поддержки российского фондового рынка

Снизить риски предъявления кредитов, привлеченных российскими компаниями, к досрочному погашению (margin calls).

Вплоть до начала кризиса среди крупных российских компаний распространенной практикой было привлечение зарубежных кредитов под обеспечение залогом собственных акций или акций приобретаемых компаний. При этом сумма привлекаемого кредита нередко существенно ниже стоимости заложенных пакетов акций. Так, например, в июне 2008 г. «Роснефть» привлекла кредит на сумму 2,35 млрд. долл. под залог пакета акций, имеющего вдвое большую рыночную стоимость (4,9 млрд. долл.).

В случае существенного падения стоимости залога из-за рыночных снижений котировок к компании-заемщику со стороны кредиторов может быть предъявлено требование досрочно погасить кредит, либо увеличить размер находящегося в залоге пакета, либо компенсировать падение его стоимости деньгами⁵¹. В случае невыполнения компанией требований возможна продажа залога кредитором.

⁵¹ Стоимость залога по кредиту «Роснефти» упала с 4,9 млрд. долл. 17.06.08 (время получения кредита) до 2,38 млрд. долл. 18.09.08. Вследствие этого компания была вынуждена довести залог кредиторам. При этом «Роснефть» компенсировала падение стоимости залога как деньгами, так и акциями.

Другой российской компании – «Русским машинам» – из-за margin call пришлось передать кредитору заложенный 20%-ный пакет канадского производителя автокомпонентов Magna, на приобретение которого использовался кредит.

Предотвратить утрату национального контроля над активами в реальном секторе.

В условиях существенной недооцененности российских активов⁵² существовала опасность скупки нерезидентами значительных портфелей акций российских компаний по «бросовым» ценам.

Предотвратить негативное влияние падения фондового рынка на устойчивость банковской системы.

К началу кризиса многие банки являлись держателями крупных портфелей акций и других корпоративных ценных бумаг. Так, на 01.10.2008 у двадцати из первых ста крупнейших банков доля портфеля корпоративных ценных бумаг в активах превышала 5% (см. табл. 5.1).

В условиях падения фондового рынка данные активы обесценивались, что привело к масштабным убыткам банков.

В условиях низкой ликвидности одним из возможных инструментов рефинансирования российских банков стали операции репо – привлечение денег под обязательство обратного выкупа ценных бумаг. Однако

Кроме того, падение фондового рынка затруднило банкам возможность привлечения денежных средств при посредстве операций РЕПО (продажа ценных бумаг на определенный срок с обязательством последующего обратного выкупа). Это стало дополнительным фактором, обусловившим трудности с поддержанием банковской ликвидности.

Так, например, дезорганизация рынка межбанковского РЕПО привела в сентябре к потере платежеспособности банком «Кит-Финанс» и Связь-банка.

Еще одним источником негативного воздействия на ликвидность банковского сектора может стать новая волна «бегства» иностранных портфельных инвесторов. При выходе из российского рынка акций нерезиденты покупают за вырученные от продажи акций рубли валюту у Банка России. В результате снижается объем денежной базы в экономике и соответственно ликвидность банковской системы.

⁵² С середины года рыночная капитализация российской экономики упала в 4 раза.

Таблица 5.1. Банки–крупнейшие держатели пакетов корпоративных ценных бумаг (на 01.10.2008)

№	Название	Рейтинг по активам	Портфель корпоративных ценных бумаг (млн. руб.)	Доля портфеля корпоративных ценных бумаг в активах (%)
1	ГАЗПРОМБАНК	3	63 162	5.2
2	УРАЛСИБ	11	30 498	7.0
3	НОМОС-БАНК	14	11 732	5.1
4	НАЦИОНАЛЬНЫЙ РЕЗЕРВНЫЙ БАНК	52	8 845	16.3
5	БАНК ЗЕНИТ	25	8 256	5.4
6	СОЮЗ	32	7 971	7.1
7	РУСЬ-БАНК	45	7 596	10.6
8	ГАЗЭНЕРГОПРОМБАНК	38	7 412	8.8
9	КОММЕРЦБАНК (ЕВРАЗИЯ)	47	4 705	6.7
10	РОССИЙСКИЙ КРЕДИТ	100	3 540	15.4
11	ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК	54	3 391	6.4
12	НОВИКОМБАНК	79	3 177	9.9
13	ЦЕНТРОКРЕДИТ	92	2 447	9.7
14	БАНК КРЕДИТ СВИСС (МОСКВА)	88	2 266	7.9
15	РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ	99	2 067	9.0
16	НАЦИОНАЛЬНЫЙ СТАНДАРТ	85	2 021	6.9
17	ЛОКО-БАНК	77	1 766	5.4
18	МЗБ	84	1 538	5.2
19	НАЦИОНАЛЬНЫЙ ТОРГОВЫЙ БАНК	97	1 278	5.5
20	ДЕВОН-КРЕДИТ	95	1 223	5.1

По экспертным оценкам, вывод средств из России иностранными портфельными инвесторами за третий квартал 2008 г. составил около трети от накопленной с 2000 г. суммы притока портфельных инвестиций. Соответственно, сохраняется достаточно значимый потенциал дальнейшего оттока капитала в случае негативной динамики на фондовом рынке.

5.3. Риски и проблемы, сопряженные с интервенциями государства на фондовом рынке

Первое. Риск отсутствия значимого системного воздействия из-за «распыления» средств.

Опыт успешной поддержки фондового рынка в Гонконге в период «азиатского кризиса» 1997–1999 гг. показывает: для того, чтобы быть эффективной, поддержка должна быть достаточно масштабной и локализованной во времени. Так, в Гонконге поддержка рынка была сфокусирована на достаточно узком временном промежутке – две недели. Объемы поддержки были сопоставимы с объемом торгов (75%).

Поддержка российского рынка, напротив, происходит небольшими порциями и рассчитана на осуществление в течение достаточно продолжительного периода. Объемы поддержки составляют около 20% от объема торгов акциями, входящими в индекс ММВБ.

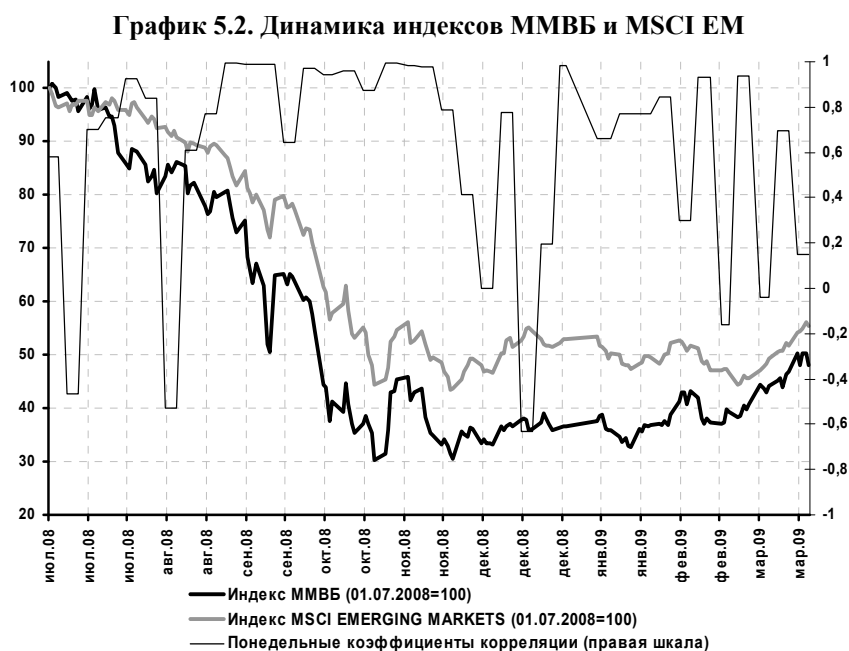
Анализ показывает практически полное отсутствие позитивного влияния на динамику фондового индекса ММВБ со стороны операций ВЭБа. Эта динамика почти целиком определяется колебаниями зарубежных фондовых индексов. Коэффициент корреляции между индексом ММВБ и MSCI EM (emerging markets) оставался близким к единице (см. график 5.2).

Второе. Риск отсутствия позитивного эффекта из-за использования факта государственного вмешательства спекулятивно настроенными участниками для «раскачивания» рынка.

Этот риск был обусловлен предсказуемым поведением ВЭБа на фондовом рынке. В частности, речь идет о «вхождении в рынок» в похожее время. Этим с высокой вероятностью смогут воспользоваться рыночные игроки, желающие сыграть на ожидаемом повышении котировок компаний.

Третье. Риск отсутствия позитивного эффекта из-за возникновения у участников рынка ожидания продаж государством крупных пакетов акций.

В отсутствие четкого регламента инвестирования средств повышается неопределенность будущих действий государства как владельца крупных пакетов акций. Как следствие, игроки могут опасаться неожиданного сброса государством ценных бумаг. В результате на рынке может повыситься систематический риск, что может привести к оттоку неспекулятивных инвесторов.



Четвертое. Использование средств Фонда национального благосостояния для поддержки фондового рынка повышает риск пересмотра суверенного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами.

Пятое. Покупка государством акций «избранных» эмитентов, без объяснения основных принципов и критериев отбора, может быть интерпретирована инвесторами как помощь компаниям, имеющим существенные затруднения.

Это может привести к оттоку средств частных инвесторов из акций этих компаний. В результате, попытка поддерживать рынок может привести к обратному эффекту.

5.4. Предложения по усовершенствованию механизма государственного участия на фондовом рынке

В случае, если государственные интервенции на фондовом рынке вновь будут использоваться в среднесрочной перспективе, целесообразно учесть ошибки 2008–2009 гг. и внести в механизм и порядок предоставления поддержки следующие изменения.

Первое. Повысить единовременный объем интервенций ВЭБа на фондовом рынке для обеспечения системно значимого эффекта. Возможно, для этого следует перейти от ежедневных покупок к более редким, но более масштабным интервенциям.

Опыт Гонконга показывает, что эффективным, с точки зрения поддержки динамики рынка, является только концентрированное вмешательство.

Второе. Государство должно разработать механизм выхода из покупаемых ценных бумаг и обнародовать его основные принципы и параметры.

Подобный механизм, например, может использовать схему продажи активов через торгуемый индексный фонд, образованный из принадлежащих государству пакетов акций (см. Приложение).

Обнародование принципов и процедур, регламентирующих выход государства из инвестируемых активов, необходимо для устранения у участников рынка опасений относительно «залпового» сброса государством данных активов.

Третье. Для того, чтобы государственное участие не воспринималось игроками как поддержка компаний, испытывающих трудности, государство должно обнародовать критерии отбора инвестируемых компаний.

Эти критерии должны включать в себя требования к устойчивости бизнеса данных компаний.

Наличие четких критериев отбора компаний будет стимулировать частных инвесторов «следовать за лидером».

Четвертое. Следует избегать выхода ВЭБа на фондовый рынок в одно и то же, повторяющееся время торговой сессии.

Это позволит снизить риск целенаправленного «раскачивания рынка» спекулянтами.

Пятое. Возможно, следует разработать механизмы страхования инвестиций физических лиц и институтов коллективных инвестиций. Для

Стратегии управления суверенными инвестиционными фондами...

этого, в частности, может быть использован опыт бразильского фонда FIVB (см. Приложение).

Поддержка вложений коллективных и частных инвесторов будет способствовать восстановлению доверия к фондовому рынку со стороны населения. Это также поможет укреплению сегмента консервативных российских инвесторов.

6. Предложения по использованию средств российских суверенных инвестиционных фондов для формирования конкурентоспособного национального финансового сектора и снижения зависимости экономики от притока заемных средств с внешних рынков

Опыт зарубежных стран, в различное время осуществлявших форсированную модернизацию национальных экономик, показывает, что для такого режима развития характерна опора на механизмы банковского финансирования, при существенно меньшей значимости финансирования за счет фондового рынка.

Это делает успешное развитие национального банковского сектора ключевым условием создания адекватного механизма финансирования интенсивного экономического роста.

Основная проблема, связанная с текущим уровнем развития национального банковского сектора, – несоответствие между, с одной стороны, потребностью экономики в банковских кредитах и инвестициях и, с другой стороны, объективными возможностями российских банков по предоставлению ресурсов необходимых объемов и качества при сохранении собственной финансовой устойчивости.

Отмеченная проблема имеет четыре важнейших аспекта.

Во-первых, объем долгосрочных заемных средств, предлагаемый национальным банковским сектором, неадекватен инвестиционным потребностям экономики.

Доля кредитов сроком свыше трех лет в совокупном объеме ссуд, выданных предприятиям российскими банками, составляет всего 35%, без учета Сбербанка (данные на начало 2010 г.).

Это существенно ограничивает возможности участия национальных банков в финансировании производственных инвестиций. Их вклад в фи-

нансирование инвестиций в основной капитал в предкризисный период составлял в России менее 13% (2008 г.). Это существенно ниже уровня, характерного для развитых стран (США, Франция, Швеция – 20–25%).

Такая ситуация является закономерным результатом преобладания в пассивах российских банков краткосрочных и сверхкраткосрочных средств. Средства сроком до одного года составляют более 60% остатков на счетах и депозитах в российских банках, сроком до трех лет – 95%.

Во-вторых, высокая распыленность банковского капитала не позволяет российским банкам аккумулировать ресурсы для финансирования крупных проектов.

Банковская система России имеет достаточно низкий уровень концентрации.

Средняя величина активов российского банка в 50 раз меньше британского, в 35 раз – южнокорейского, в 16 раз – бразильского, в 7–8 раз – польского и чешского (см. график 6.1). При этом мелкомасштабность отечественных банков нельзя списать на недостаточный масштаб российской банковской системы в целом: так, например, по суммарному объему активов она в 3–4 раза превосходит польскую и чешскую.

Неадекватный уровень концентрации системы определяют два фактора: мелкость флагманов (кроме Сбербанка) и наличие обширного «шлейфа» кредитных организаций микроскопического размера с активами менее 5 млн. долларов.

Это делает национальный банковский сектор практически неконкурентоспособным в сфере финансирования крупных сделок с участием российских компаний.

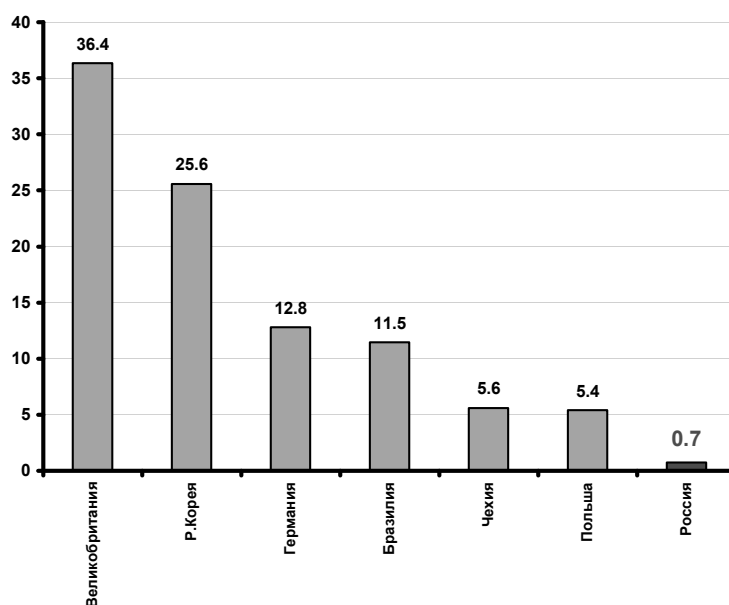
Кроме того, низкая концентрация банковского сектора по сравнению с нефинансовым сектором экономики не позволяет банкам выступать в качестве равноправных партнеров промышленных компаний, в частности, эффективно осуществлять промежуточный контроль за рисками последних.

Небольшие банки, как правило, вынуждены поддерживать более высокую долю неработающих ликвидных активов в активах (см. график 6.2). Это связано с необходимостью компенсировать их более высокую уязвимость к колебаниям средств на счетах отдельных клиентов. Соответственно, небольшие банки имеют более низкую долю работающих активов (в том числе – кредитов) в активах. Отсюда, распыление ресурсов банковской системы между значительным числом банков снижает ее общий кре-

6. Предложения по использованию средств

дитный потенциал. Международные сопоставления показывают: завышенная доля неработающих ликвидных активов в активах является одним из ключевых факторов, ограничивающих уровень кредитования банками национальной экономики (соотношение между объемом кредитов и ВВП, см. график 6.3).

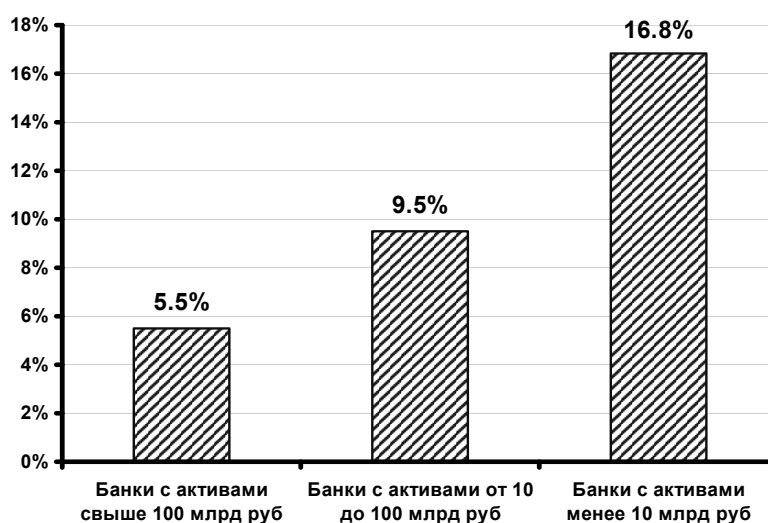
График 6.1. Средняя величина активов банков в различных странах (млрд. долл.)



В-третьих, имеющиеся внутренние источники капитализации банковского сектора пока не позволяют поддерживать достаточность капитала банков на устойчивом уровне.

Темпы роста собственных капиталов банков в предкризисный период устойчиво отставали от динамики их активов. В результате средняя достаточность капитала банков, без учета Сбербанка и ВТБ, снизилась с 19% в конце 2003 г. до 15% в конце 2007 г.

График 6.2. Доля неработающих ликвидных активов в активах российских банков (на 01.01.2008, %)



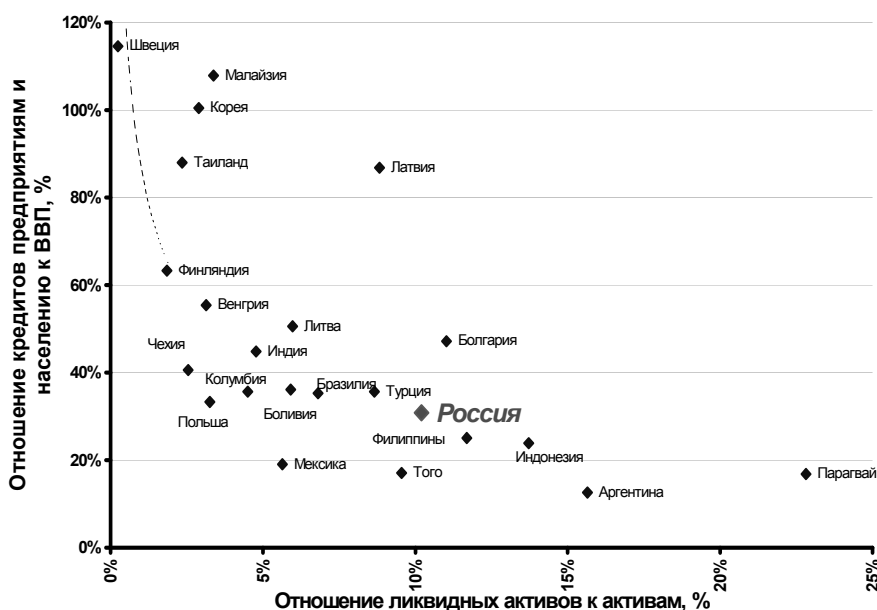
В кризисный период достаточность капитала стала повышаться, однако это было связано не столько с активизацией инвестиций со стороны собственников банков, сколько с поддержкой со стороны государства и со сжатием активов банков.

В перспективе возможны два пути решения проблемы капитализации отечественных банков:

- за счет интенсивного привлечения стратегических иностранных инвесторов;
- за счет активной мобилизации средств портфельных инвесторов на фондовом рынке.

При существующем низком уровне развития российского фондового рынка и доверия к банкам со стороны портфельных инвесторов рассчитывать на значимое привлечение средств с него могут только крупнейшие банки, входящие в число российских «голубых фишек». Это делает проблематичным данный способ поддержания достаточного уровня капитализации для большинства банков, включая большинство ведущих частных банков.

График 6.3. Взаимосвязь между долей ликвидных активов в активах и обеспеченностью экономик банковским кредитом (2006 г.)



В-четвертых, низкая конкурентоспособность отечественных банков в предкризисный период стимулировала интенсивный рост внешнего долга российских компаний. Возобновление этой тенденции высоко вероятно и в период после окончания глобального финансового кризиса.

В предкризисный период за счет внешних источников покрывается около 40% потребности российских нефинансовых компаний в долговом финансировании, внешний долг нефинансового сектора ежегодно рос в среднем на 55%.

С учетом вышесказанного неадекватность возможностей российских банков потребностям экономики может привести к следующим основным негативным последствиям в среднесрочной перспективе:

- нехватке финансирования для поддержания динамики инвестиций в основной капитал, соответствующей инновационному сценарию развития;
- сохранению неустойчивости экономического развития вследствие вынужденного роста зависимости от привлечения ресурсов с нестабильных внешних рынков;
- «десуверенизации» банковской системы и существенной части финансового сектора в целом, ухудшающей стратегическую конкурентную позицию российской экономики в глобальном экономическом пространстве.

Стратегической **целью** действий органов государственной власти, денежно-кредитного регулирования и банковского сообщества должно стать формирование конкурентоспособного, устойчивого и опирающегося преимущественно на внутренние источники капитала и привлеченных средств национального банковского сектора, обеспечивающего большую часть потребности национальной экономики в долговом финансировании и других видах банковских услуг.

Целевыми ориентирами (количественными критериями) достижения этой цели следует считать следующие.

- В части обеспечения потребности национальной экономики в долговом финансировании и других видах банковских услуг:
 - повышение отношения активов банковского сектора к ВВП до 120% в 2020 г. (что близко к показателям со средним уровнем развития банковского сектора, таким как Греция, Респ. Корея);
 - повышение отношения кредитов банковского сектора нефинансовым предприятиям и населению к ВВП до 80% в 2020 г. (что близко к показателям таких стран, как Греция, Респ. Корея);
 - увеличение доли ссуд и займов российских банков в источниках финансирования инвестиций в основной капитал до 25% в 2020 г. (что близко к показателям стран с развитой рыночной экономикой – США, Франции, Швеции).
- В части конкурентоспособности национального банковского сектора, способности к развитию на базе преимущественно внутренних финансовых источников:
 - обеспечение за счет внутреннего рынка не менее 80% потребности нефинансовых компаний в заемных средствах к 2020 г.;

6. Предложения по использованию средств

- обеспечение за счет внутреннего рынка не менее 85% потребности банков в привлеченных средствах к 2020 г.;
- сохранение доли банков, контролируемых резидентами, в совокупном объеме капитала российской банковской системы на уровне не менее 70%.
- С точки зрения задач долгосрочного социально-экономического развития страны основными результатами достижения поставленной цели станут:
 - создание необходимых финансовых условий для поддержания высокой и устойчивой динамики производственных инвестиций, интенсивной модернизации производственного аппарата;
 - приобретение экономикой устойчивости к негативным внешним шокам, связанным с возможной конъюнктурной неустойчивостью на мировых финансовых рынках;
 - формирование необходимых условий для превращения России в региональный финансовый центр, а рубля – в одну из значимых мировых валют.

Предлагается следующий **способ решения** основной системной проблемы и достижения стратегической цели развития банковского сектора.

Опираясь на использование ресурсов Фонда национального благосостояния и накопительной пенсионной системы, развитие инструментов рефинансирования банков со стороны ЦБ РФ, изменения в нормативно-правовой базе, форсировать формирование (см. схему 6.1):

- ёмких сегментов внутреннего долгового рынка, расширяющих возможности российского сектора по предоставлению масштабного и долгосрочного финансирования (корпоративные облигации, синдицированные кредиты, финансирование сделок слияний и поглощений, рынки секьюритизированных активов и др.);
- крупных, конкурирующих между собой банков с российским капиталом, выступающих в качестве маркетмейкеров на данных рынках, обладающих высокой инвестиционной привлекательностью и способных капитализироваться за счет мобилизации инвестиций на отечественном фондовом рынке;
- современной системы финансового надзора и управления рисками кредитных организаций, соответствующей принципам «Базель-II» (стандартный подход), существенно повышающей прозрачность банковского бизнеса.

Данные шаги позволят:

- создать устойчивые механизмы капитализации банковской системы за счет внутренних ресурсов и тем самым избежать уступки значительной части контроля в банковском бизнесе иностранным собственникам;
- снизить потребность компаний в привлечении внешних заимствований и, как следствие, остановить рост нагрузки со стороны внешнего корпоративного долга на финансовую устойчивость экономики;
- создать эффективные механизмы управления системными кредитными рисками банковского сектора и оперативного разрешения проблемных ситуаций в банковском секторе.

Успешность данного способа решения системных проблем обуславливается синергетическим эффектом, который должен возникнуть в результате одновременного, скоординированного осуществления отмеченных шагов.

Форсированное развитие дополняющих банковскую систему сегментов внутреннего долгового рынка (синдицированного кредитования, долгосрочных корпоративных облигаций и инфраструктурных облигаций) позволит вернуть в Россию операции по привлечению и размещению ресурсов наиболее крупных и успешных российских компаний. В частности, развитие рынков корпоративных облигаций и синдицированного кредитования создаст эффективные механизмы аккумуляции ресурсов небольших отечественных банков-кредиторов для целей финансирования крупных и долгосрочных займов.

Переориентация части финансовых операций отечественных компаний с зарубежных на внутренние рынки приведет к расширению получаемых российскими банками доходов. Эти доходы, в свою очередь, станут одним из источников для более интенсивного роста капиталов банков.

Основной инструмент, обеспечивающий реализацию данного шага, – предоставление ВЭБом долгосрочных субординированных кредитов банкам с условием выполнения определенных параметров программ (обороты, объем и количество сделок и др.).

Есть основания полагать, что банки предъявят спрос на такого рода субординированные кредиты в условиях сохраняющегося дефицита источников докапитализации. Возможности по докапитализации за счет предоставляемых в настоящее время ВЭБом среднесрочных (до 11 лет) су-

6. Предложения по использованию средств

бордированных кредитов близки к исчерпанию, а схема докапитализации путем обмена привилегированных акций на ОФЗ (Закон 181-ФЗ) не пользуется спросом из-за высоких репутационных рисков для банков-реципиентов.

Как следствие, часть бюджетных средств, выделяемых на докапитализацию банков в соответствии с 181-ФЗ, может быть перераспределена в пользу докапитализации через «развивающие» долгосрочные субординированные кредиты.

Усиление сегмента *крупных отечественных банков-маркетмейкеров* обеспечит устойчивость и ликвидность становящихся внутренних рынков долговых инструментов.

Эти банки войдут в число российских «голубых фишек», благодаря чему получают возможность активно пополнять собственный капитал за счет размещения своих акций на отечественном рынке.

Они смогут выступать в качестве равноправных партнеров даже крупных российских компаний, что усилит банковский контроль за рисками последних.

Основной инструмент, обеспечивающий реализацию данного шага, – финансирование ВЭБом сделок слияний и поглощений в банковском секторе (LBO).

Внедрение *современной системы финансового надзора и управления рисками*, соответствующими стандартному подходу «Базель-II», позволит преодолеть барьер низкой прозрачности российских компаний.

В настоящее время для российских компаний характерна низкая заинтересованность в повышении прозрачности своего бизнеса из-за опасения использования информации для недобросовестной конкуренции и недружественного поглощения. Снятие этого барьера возможно только при синхронном переходе компаний к новым стандартам прозрачности.

Переход к стандартному подходу к управлению рисками «Базель-II» потребует интенсивного развития национальной системы кредитных рейтингов. Последняя должна стать механизмом управления деловой репутацией компаний и доступом этих компаний к финансированию. Введение жестких нормативных требований учета рейтинга заемщика (получателя инвестиций) при предоставлении финансирования стимулирует одновременный переход компаний к более полному раскрытию информации.

Внедрение данного подхода придаст дополнительный импульс развитию внутреннего долгового рынка. Также оно будет способствовать росту

прозрачности бизнеса российских банков и усилению притока средств в их капиталы.

Более точная оценка качества банковских активов повысит эффективность операций по разрешению возможных проблемных ситуаций в финансовой сфере. В частности, может быть разработан упрощенный порядок предоставления банкам стабилизационных кредитов ЦБ РФ.

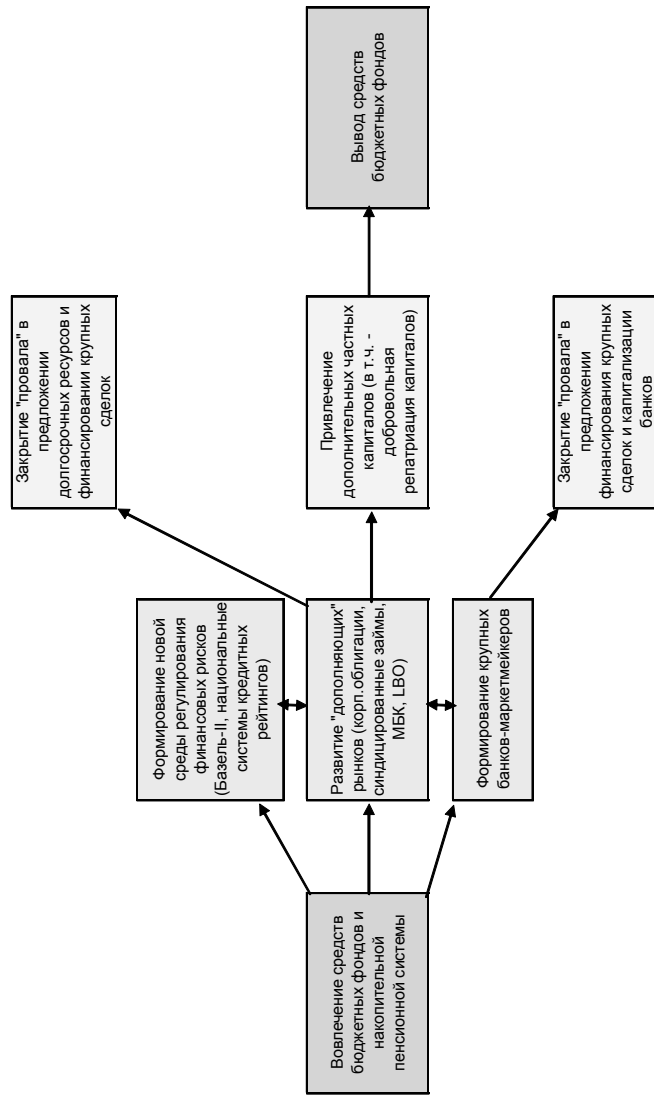
На **начальном этапе** (2010–2013 гг.) развитие ключевых рынков и сегмента банков-маркетмейкеров целесообразно стимулировать за счет активной политики размещения ресурсов государственных институтов развития и пенсионных накоплений граждан. Эти средства позволят компенсировать нехватку долгосрочных ресурсов в пассивах банков, а также ускорить капитализацию банков-маркетмейкеров, реализующих программы развития соответствующих внутренних рынков.

Внедрение систем национальных кредитных рейтингов и принципов управления рисками «Базель-II» в практику деятельности кредитных организаций может быть обеспечено стимулирующей политикой ЦБ РФ в области рефинансирования.

На **последующих этапах** (2014–2020 гг.) активность использования ресурсов институтов развития и ЦБ РФ для стимулирования изменений в банковской системе может быть снижена. Рост привлекательности внутренних долговых рынков позволит переориентировать на них ресурсы корпоративного сектора и самих банков, ранее размещаемые за рубежом. Средства, привлекаемые банками на данных рынках, позволят безболезненно для банковского сектора уменьшить стимулирующие вложения государственных институтов.

Помимо отмеченных трех шагов для решения проблем капитализации, расширения ресурсной базы, обеспечения устойчивости и поддержания конкурентоспособности потребуется реализация широкого спектра обеспечивающих мероприятий.

**Схема 6.1. Предлагаемая последовательность формирования конкурентоспособного
российского банковского сектора**



Приложение. Опыт государственной поддержки фондового рынка в зарубежных странах

Опыт государственной поддержки фондового рынка в Гонконге

Интервенции правительства Гонконга на фондовом рынке в 1998 г. были обусловлены критичностью сложившейся ситуации. Так, только за август 1998 г. произошло двукратное падение капитализации котирующихся на рынке компаний.

За двухнедельный период интервенций правительством Гонконга было потрачено 15 млрд. долл. Средства государства были вложены в акции 33 компаний, включенных в индекс Hang Seng⁵³. Покупки государством акций на фондовом рынке в период интервенции составили 75% общего объема торгов.

Покупка акций правительством Гонконга была анонсирована после первого дня интервенций, точные объемы интервенций были объявлены лишь через месяц после завершения масштабных покупок акций государством.

Опыт вмешательства правительства Гонконга в ситуацию на фондовом рынке в целом может быть оценен как успешный.

- Был переломлен понижательный тренд индекса Hang Seng.
- Рост цен акций во время государственных интервенций свидетельствовал о том, что инвесторы интерпретировали это событие как хорошую новость.
- Эффект роста цен оказался длительным, он распространился и на период после вмешательства.
- Был выявлен положительный эффект перелива на цены акций, не попавших под прямые интервенции⁵⁴.

⁵³ Рыночная капитализация компаний, включенных в этот индекс, составляла примерно 70% общей рыночной капитализации гонконгского фондового рынка.

⁵⁴ На цены акций, попавших под государственные интервенции.

В результате произведенных интервенций государство стало одним из крупнейших собственников акций компаний, входящих в индекс Hang Seng: его доля в этих компаниях возросла с 2,5% до 12,3%.

Сложившаяся в результате интервенций ситуация поставила правительство Гонконга перед необходимостью поиска оптимального механизма выхода из финансовых активов, без дестабилизации рынка.

С этой целью в октябре 1998 г. было образовано независимое агентство «Exchange Fund Investment Limited» для управления государственными активами. Главной задачей данного агентства стала реализация находящихся в собственности государства крупных пакетов акций, при условии неснижения фондовых индексов.

В ноябре 1999 г. был создан торгуемый индексный фонд⁵⁵ Tracker Fund под управлением State Street Global Advisors (Asia) Limited⁵⁶.

Первичное публичное предложение акций фонда было чрезвычайно успешным. К апрелю 2001 г. было продано более половины акций, принадлежащих государству через Tracker Fund, и были полностью возмещены первоначальные государственные инвестиции в фондовый рынок.

Поддержка бразильского фондового рынка со стороны банка развития BNDES

Бразильский банк развития BNDES активно поддерживает развитие национального фондового рынка, способствует увеличению числа торгуемых ценных бумаг, поддерживает спрос на них, ликвидность рынка.

Одним из используемых BNDES инструментов поддержки фондового рынка стало гарантирование безубыточности вложений в индексный фонд бразильских ценных бумаг.

BNDES дважды (в 2004 и 2005 гг.) были инициированы первичные предложения паев фонда PIBB – индексного фонда, инвестирующего средства в 50 акций ведущих бразильских компаний, входящих в индекс Bovespa (IbrX-50 index).

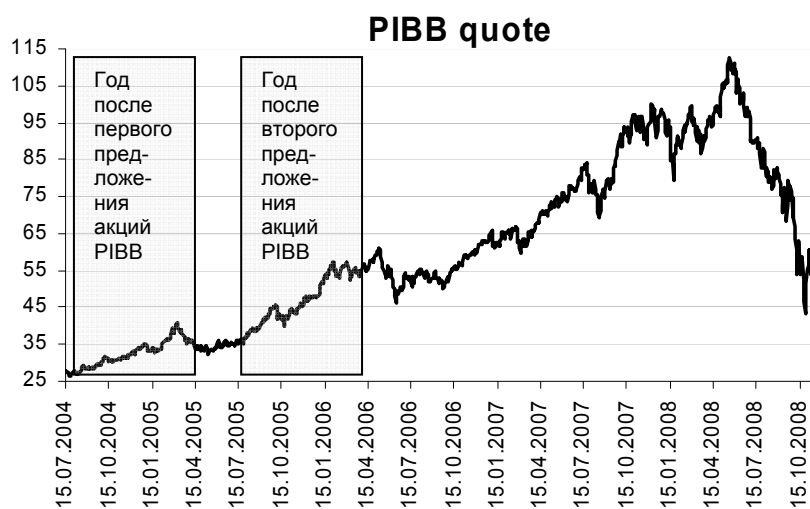
⁵⁵ Портфель акций, торгуемый на рынке как одна акция.

⁵⁶ Представительство в Китае одной из крупнейших компаний по управлению активами институциональных инвесторов. Под ее управлением находятся активы на сумму около \$1.7 трлн. долл., в состав клиентуры входят около 3 тыс. клиентов – институциональных инвесторов.

В 2005 г. сумма предложения паев фонда составила 439 млн. долл., из которых 80% было предназначено для розничных инвесторов (физических лиц и нефинансовых компаний), остальные 20% – для институциональных инвесторов. BNDES предложило розничным инвесторам гарантию выкупа по цене покупки акции в случае, если цена на нее падает.

Это предложение действовало в течение года с момента покупки. Однако в период с 2004 по 2005 гг. и с 2005 по 2006 гг. цена акций PIBB имела положительную динамику (см. график). Поэтому данная мера привела лишь к привлечению частных инвесторов на рынок акций без существенных издержек BNDES (в 2004 г. предложением воспользовались более 25 тысяч частных инвесторов).

График. Динамика котировок паев фонда PIBB



Литература

1. Farrell D., Lund S., Gerlemann E., Seeburger P. «The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are Shaping Global Capital Markets» // McKinsey Global Institute Report. October 2007.
2. Farrell D., Lund S., Sadan K. «The New Power Brokers: Gaining Clout in Turbulent Markets» // McKinsey Global Institute Report. July 2008.
3. Lund S., Lippert M., Roxburgh C., White O., Zhao Y. «The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are Fairing in the Financial Crisis» // McKinsey Global Institute Report. July 2009.
4. Beck R., Fedora M. «The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets» // Occasional Paper Series, European Central Bank. July 2008.
5. Allen M., Caruana J. «Sovereign Wealth Funds – a Work Agenda» // International Monetary Fund Report 2008.
6. Hoguet J.R., Nugee J., Rozanov A. «Sovereign Wealth Funds: Emerging From the Financial Crisis» // State Street Report, Vol. 4, Issue 1.
7. Al Suwaidi H., Caruana J. «Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”» // International Working Group of Sovereign Wealth Funds, October 2008.
8. Rozanov A. «Who Holds the Wealth of Nations?» // State Street Global Advisors, 2005;
9. Das U.S., Lu Y., Mulder C., Sy A. «Setting Up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations» // IMF WP 09/179.
10. Demirguc-Kunt A., Detragiache E. The determinants of banking crisis in developing and developed countries. IMF Staff Papers, 1998, № 45.
11. D. McFadden. Econometric analysis of qualitative response models. in Handbook of Econometrics, vol. II, Edited by Z. Griliches and M.D. Intriligator.: Amsterdam, Elsevier Science Publisher BV, 1997, 1396–1446.

12. D. McFadden. Conditional logit analysis of qualitative choice behavior in *Frontiers in Econometrics*, P. Zarembka (ed.): New York & London, Academic Press, p. 105–142.
13. W.H. Green. *Econometric Analysis*: New York, Macmillan Publishing Company, 1993, p. 653.
14. Lindgren C.-J., Garcia G., Saal M. I. *Bank Soundness and Macroeconomic Policy* // Washington: IMF, 1996.
15. Hardy D.C., Pazarbasioglu C. *Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?* //IMF working paper, 1998.
16. Kaminsky G.L., Reinhart C. *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems* //Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, N 544, 1996.
17. Caprio, G., Klingebiel D. *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises*// Washington, The World Bank, 1996.
18. Сахаров А.А. «Суверенные фонды благосостояния. Опыт России» // Методический журнал «Регламентация банковских операций. Документы и комментарии», № 6, 2008 г.
19. Гэвин М., Хаусман Р. Корни банковских кризисов: макроэкономическая среда. Из сборника «Очерки о мировой экономике. Выдающиеся экономисты мира в Московском Центре Карнеги» // Под ред. А. Ослунда и Т. Малеевой, Москва: Гендальф, 2002.

Об авторах

Апокин Александр Юрьевич, кандидат экономических наук, эксперт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, старший научный сотрудник ИНП РАН.

Область научных интересов: макроэкономика, международная экономика, международные финансы. Автор около 20 публикаций по широкому кругу экономических проблем.

E-mail: AApokin@forecast.ru

Раб. тел.: 8-(499)-129-17-22

Мамонов Михаил Евгеньевич, эксперт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования.

Область научных интересов: анализ банковской системы и моделирование ее стабильности, моделирование правил денежно-кредитной политики.

E-mail: MMamonov@forecast.ru

Раб. тел.: 8-(499)-129-17-22

Пенухина Елена Андреевна, эксперт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования.

Область научных интересов: анализ и прогнозирование бюджетных процессов, государственные финансы, пенсионная система, социальная сфера.

E-mail: EPenuhina@forecast.ru

Раб. тел.: 8-(499)-129-17-22

Пестова Анна Андреевна, эксперт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования.

Область научных интересов: моделирование финансовых кризисов, стресс-тестирование банковской системы, анализ долговых рынков, модели финансирования инноваций.

E-mail: APestova@forecast.ru

Раб. тел.: 8-(499)-129-17-22

Солнцев Олег Геннадиевич, кандидат экономических наук, руководитель направления Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, заведующий лабораторией ИНП РАН.

Область научных интересов: денежно-кредитная политика, банковская система, трансграничные потоки капитала, институты развития. Автор более 60 публикаций, посвященных особенностям развития банковской системы.

E-mail: OSolntsev@forecast.ru

Раб. тел.: 8-(499)-129-17-22



Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования

Некоммерческое партнерство «Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования» (ЦМАКП) – независимая некоммерческая исследовательская организация, специализирующаяся в области анализа макроэкономических процессов в России, разработки сценарных экономических прогнозов на кратко-, средне- и долгосрочную перспективу, инструментального обеспечения аналитических и прогнозных расчетов.

Основные задачи ЦМАКП:

- проведение исследований, направленных на выявление тенденций развития российской экономики, разработка макроструктурных сценарных прогнозов;
- разработка рекомендаций в области экономической политики, предоставление консультационных услуг для органов власти Российской Федерации, крупных компаний, общественных организаций;
- разработка методического и инструментального обеспечения аналитических и прогнозных экономических расчетов.

Основные направления деятельности ЦМАКП:

- мониторинг текущих макроэкономических процессов в экономике России;
- макроэкономические исследования, прогнозирование;
- анализ важнейших тенденций и прогнозирование
 - государственных финансов,
 - денежно-кредитной сферы,
 - банковской системы,
 - внешнеэкономической сферы,
 - социальной сферы;
- анализ важнейших тенденций в реальном секторе экономики;
- выработка предложений по проведению экономической политики для органов государственной власти;

-
- развитие методологии и инструментальных средств макроэкономического анализа и прогнозирования.

ЦМАКП занимает одно из ведущих мест среди российских независимых экономических аналитических центров благодаря:

- **эффективному выполнению исследовательских проектов** – Центром были выиграны более 50 конкурсных проектов, проводимых: Министерством экономического развития, Министерством образования и науки, Министерством промышленности и торговли, РАО «ЕЭС», Росстатом, Банком России, USAID (Московским общественным научным фондом), IRIS, Фондом «Бюро экономического анализа», администрациями регионов;
- **использованию оригинальных методик анализа и прогнозирования**, разработанных в ЦМАКП и получивших признание в российском экономико-аналитическом сообществе – так, модели и методики анализа и прогнозирования на кратко-, средне- и долгосрочную перспективу используются в Министерстве экономического развития, Банке России, Росстате, в различных российских компаниях;
- **наличию уникальной по широте охвата базы статистической информации**, включающей ежемесячные, квартальные и годовые данные с 1989–1995 гг. по настоящее время; база данных содержит свыше 5 тыс. динамических рядов. Она дополнена собственными оригинальными разработками, в частности, межотраслевыми балансами в дробной номенклатуре с 1995 г., межотраслевыми балансами в методологии ОКВЭД с 2003 г. по настоящее время, интегрированными матрицами финансовых потоков с 1992 г. (Social Account Matrix).

В 2002 г. ЦМАКП вошел в число учредителей Ассоциации независимых центров экономического анализа.

Материалы ЦМАКП направляются в Аппарат Правительства РФ, в Администрацию Президента РФ, Госсовет РФ, Государственную Думу РФ, Министерство экономического развития, Министерство образования и науки, Министерство промышленности и торговли, Банк России, а также широкому кругу компаний и неправительственных организаций (Внешторгбанк, Внешэкономбанк, Банк Москвы, АИЖК, Ассоциация российских банков, Ассоциация региональных банков, Российский союз промышленников и предпринимателей, общественная организация «Деловая Россия» и др.).

Программа поддержки независимых экономических аналитических центров в Российской Федерации

Программа поддержки независимых экономических аналитических центров в Российской Федерации реализуется Московским общественным научным фондом (МОНФ) в сотрудничестве с Центром институциональных реформ и неформального сектора, университет штата Мэрилэнд (IRIS), и поддерживается Агентством США по международному развитию (USAID).

Цель Программы – содействовать развитию российских независимых аналитических центров, работающих в области экономики. Деятельность таких центров повышает качество экономической и социальной политики государства, способствует диалогу власти и общества вокруг ключевых проблем экономики России.

Для достижения поставленных целей Программа проводит конкурсы на получение грантов, содействует распространению результатов проведенных исследований.

Профессиональную обоснованность конкурсных решений гарантирует независимый Экспертный совет Программы, в состав которого входят известные российские экономисты – представители академических институтов, центров прикладного экономического анализа, университетской науки, видные «практики» экономической политики в России.

Некоторые результаты реализации Программы в 1999–2008 гг.

В 1999–2008 гг. Программа провела 28 раундов грантовых конкурсов, присуждено 216 грантов. 40% грантов получили исследовательские коллективы в регионах (за пределами Москвы и Санкт-Петербурга). Прозрачные и справедливые условия и процедуры проведения грантовых конкурсов Программы заслуженно пользуются доверием в исследовательском сообществе: интенсивность соревнования составила 6,2 заявки на 1 присужденный грант.

В 2000–2008 гг. в рамках Программы состоялось более 50 конференций, «круглых столов», семинаров, посвященных профессиональному обсуждению результатов анализа экономической политики и привлечению к ним внимания заинтересованной общественности. Более 200 публичных мероприятий проведено непосредственно грантополучателями Программы в ходе реализации индивидуальных проектов.

При поддержке Программы было учреждено 11 новых самостоятельных центров экономического анализа, в том числе 5 – в регионах России, основана Ассоциация независимых центров экономического анализа (АНЦЭА).

Работы центров – участников Программы представляются в популярной серии «Независимый экономический анализ» (Научные доклады МОНФ). Под эгидой Программы создана база данных открытого доступа, содержащая сведения,

добровольно предоставленные более чем 120 экономическими исследовательскими учреждениями России. Доступ в базу данных открыт с сайта МОНФ www.mpsf.org.

Разработки центров – участников Программы использовались следующими органами государственной власти Российской Федерации: Администрацией Президента Российской Федерации, Министерством экономического развития, Администрацией Правительства, Советом Федерации Федерального Собрания РФ, Государственной Думой, Министерством финансов, Министерством сельского хозяйства, Банком России, Пенсионным фондом и другими заинтересованными министерствами и ведомствами федерального и регионального уровней.

Программа в 2008–2010 гг.

Поддержка уже сложившихся независимых центров анализа экономической политики, завоевавших репутацию своей предыдущей работой, является главным направлением работы Программы в 2008–2010 гг. От участников конкурсов Программа ожидает серьезных, общественно значимых тем исследований, развернутых предложений относительно форм и методов доведения результатов своей работы до заинтересованных организаций – потребителей экономической аналитики. Текущие тематические приоритеты Программы ежегодно уточняются ее Экспертным советом. Следите за объявлениями о грантовых конкурсах на сайте МОНФ www.mpsf.org.

Программа поддерживает *межрегиональное сотрудничество* аналитических центров в виде консорциумов столичных и региональных организаций.

Программа продолжит проведение мероприятий по распространению результатов работы грантополучателей (дополняющие их собственные усилия в этой области), поощрение партнерских отношений между центрами, публикацию работ грантополучателей.