

С. АЛЕКСАШЕНКО,
кандидат экономических наук,
директор по макроэкономическим
исследованиям ГУ–ВШЭ

ОБВАЛЬНОЕ ПАДЕНИЕ ЗАКОНЧИЛОСЬ, КРИЗИС ПРОДОЛЖАЕТСЯ

В августе 2008 г. российская экономика начала сваливаться в глубокий кризис, который постепенно охватывал практически весь мир. Оценивая складывавшуюся ситуацию осенью, мы отмечали¹, что российской экономике угрожает «жесткая посадка». Сегодня можно и нужно говорить о том, что она произошла в период с октября 2008 г. по январь 2009 г. При этом степень «жесткости» оказалась чрезвычайно высокой, гораздо выше той, которая многими ожидалась.

Россия входит в число стран, в наибольшей степени, пострадавших от глобального кризиса: масштабы падения экономики оказались гораздо больше, чем во многих развитых и развивающихся странах мира. Это означает, что созданная в нашей стране экономическая система является наименее эффективной и крайне неустойчивой к внешним шокам. Можно утешать себя тем, что последствия кризиса могли оказаться более тяжелыми, например, если бы не был создан Стабилизационный фонд, но вряд ли такое утешение можно воспринимать всерьез.

Нынешний кризис — это плата общества и экономики за ошибки властей, которые нужно выявлять и анализировать. В первом квартале 2009 г. обвальное падение в российской экономике прекратилось, но это позволяет говорить лишь о стабилизации ситуации, а не об ее улучшении. Российская экономика впервые столкнулась с циклической рецессией, и ни у кого не должно быть иллюзий относительно быстрого ее преодоления: на достижение того уровня, на котором страна находилась в 2007 — первой половине 2008 г., может понадобиться много лет. А это значит, что нужно внимательно анализировать новые тенденции и выявлять угрозы, столкновение с которыми в недалеком будущем может оказаться крайне опасным.

¹ См. подробнее: *Алексашенко С.* Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. 2008. № 11.

Глубина падения

В российской экономике, столкнувшейся с серьезными внешними шоками в октябре 2008 г., началось обвальное падение, которое продолжалось до конца января 2009 г. Сегодня мы располагаем только оценочными данными Минэкономразвития РФ: падение ВВП в первом квартале, возможно, составило 9,5%², что выводит нашу страну на печальное первое место по этому показателю среди стран—членов G-20. Понятно, что оценка не окончательная и может быть существенно (или не очень) подкорректирована к моменту выхода официальных статистических данных. Но сомнений в ее качестве практически нет: Россия относится к числу стран, в наибольшей степени пострадавших в ходе текущего кризиса.

Для подтверждения этого тезиса представляется правомерным использовать разницу в прогнозах ОЭСР по темпам роста ВВП, опубликованных в декабре 2007 г. и апреле 2009 г., а также сравнить дефицита бюджет и счет текущих операций в 2008—2009 гг. (см. табл. 1). Из ее данных видно, что изменение абсолютных уровней прогноза динамики ВВП для России оказалось самым высоким среди стран БРИК. Не в пользу России выглядит и сравнение прогнозной динамики ее ВВП с аналогичными показателями Саудовской Аравии — страны, в гораздо большей степени зависящей от экспорта нефти и более серьезно пострадавшей от падения цен и сокращения спроса на нее. Поэтому упрощенного объяснения происходящего в российской экономике — упали цены на нефть, и вслед за ними упали остальные показатели — явно недостаточно для ответа на вопрос, почему так сильно пострадала российская экономика?

Т а б л и ц а 1

Прогнозная динамика основных макроэкономических показателей для стран БРИК и Саудовской Аравии (в %)

	Россия	Индия	Китай	Бразилия	Саудовская Аравия
Рост ВВП в 2009					
Прогноз ОЭСР от декабря 2007	6,0	8,4	10,1	4,5	4,2
Прогноз ОЭСР от марта 2009	-5,6	4,3	6,3	-0,3	0,4
Сальдо текущих операций платежного баланса					
Факт 2008	5,6	-3,3	10,2	-1,8	26,2
Прогноз «Economist» на 2009	-2,2	-3,4	6,1	-2,0	-8,0
Профицит (+)/дефицит (-) бюджета					
Факт 2008	4,1	-6,4	-0,1	3,8	33,6
Прогноз «Economist» на 2009	-8,0	-7,3	-3,6	0,0	-8,0

² Эта оценка носит предварительный характер и не очень хорошо стыкуется с остальными данными, опубликованными Росстатом к концу апреля, в первую очередь, с динамикой личного потребления, упавшим по его данным, всего на 1,7%. Сглаживание внутригодовой динамики ВВП, выполненное в Центре развития ГУ—ВШЭ, показывает, что уровень ВВП первого квартала соответствует среднегодовому уровню. Следовательно, его падение, которое будет зафиксировано в первом квартале 2009 г. в значительной мере определит общеугодовой итог. При предположении, что в первом квартале российская экономика «застынет» на этом уровне, годовой темп падения ВВП в 2009 г. будет равен темпу падения в первом квартале.

Сегодня уже нет разногласий относительно каналов воздействия глобального кризиса на ситуацию в России. Основу российского экспорта составляют сырьевые ресурсы³, поэтому страна в полной мере почувствовала последствия циклического характера спроса на сырье в современной экономике. Переход мировой экономики от беспрецедентного в послевоенной истории 5%-го роста к падению совокупного ВВП, неизбежно наступившее вслед за этим замедление инвестиционной активности во всем мире привели к резкому падению спроса на сырье вообще и на те сырьевые товары, которые экспортирует Россия, в частности. В мире стали меньше строить, меньше покупать автомобилей, бытовой техники. Поэтому мировой экономике теперь в прежних объемах и по прежним ценам не требуются ни газ, ни сталь, ни алюминий.

Констатация этого очевидного факта неизбежно приводит к выводу, что существенная часть российской экономики стала «заложницей» глобальных экономических процессов и не может рассчитывать на восстановление докризисных объемов производства и финансовых показателей до тех пор, пока не изменится ситуация в мировой экономике. Не должно быть иллюзий по поводу того, что российская экономика немедленно «воспрянет», если цены на нефть вырастут до 75–80 долл./баррель, например, в результате последовательного сокращения добычи нефти в странах — членах ОПЕК⁴. Для возрождения многих экспортоориентированных секторов российской экономики — металлургии, химии — необходимо восстановление инвестиционной активности в мире, что традиционно начинается с некоторым лагом по сравнению с общим экономическим подъемом. Природа этого лага понятна: экономические агенты должны по-новому оценить рынки, перспективы их роста, пересчитать, переосмыслить и, возможно, изменить свои инвестиционные проекты. Учитывая, что с высокой степенью вероятности в мировой экономике начнутся серьезные структурные изменения, которые затронут как минимум сектор жилищного строительства в США и мировую автомобильную промышленность, накопившую явно избыточные производственные мощности, можно предположить следующее. Повышение инвестиционной активности в мире будет отложено на несколько лет. Следовательно, рынки сбыта для российских металлургов и химиков⁵ в ближайшее время не восстановятся.

Другим внешним фактором, существенно повлиявшим на развитие ситуации в российской экономике, стал кризис мирового финансового сектора. Коллапс большинства крупных американских банков и финансовых компаний привел к параличу кредитных рынков, которые «закрылись» в глобальном масштабе в третьем квартале 2008 г. Активно импортируя с 2005 г. капитал, российская экономика

³ Доля нефти, нефтепродуктов, газа, черных и цветных металлов, химической продукции и лесоматериалов в стоимостном объеме российского экспорта в 2007 — первой половине 2008 г. составляла около 90%.

⁴ Более того, повышение цен на нефть сверх какого-то уровня неизбежно начнет оказывать давящий эффект на всю мировую экономику, препятствуя ее переходу к стадии оживления и подъема.

⁵ Понятно, что косвенно будут затронуты и производители газа, который идет в химию и металлургию, и транспорт, для которого перевозки, например, железной руды и угля для металлургов составляли существенную часть грузооборота.

(и финансовый, и нефинансовый секторы) к середине 2008 г. начала чрезвычайно зависеть от потоков капитала. Для значительной части банковской системы внешние займы стали крупнейшим источником формирования пассивов. Многие компании реального сектора сформулировали свои стратегии по логике «кредит — еврооблигации — ПРО» и начали активно привлекать внешние займы, которые в значительной части были краткосрочными. Столкнувшись с «закрытием» глобальных кредитных рынков, российские банки и компании не только лишились возможности привлекать новые внешние займы, но и были вынуждены погашать ранее взятые на себя обязательства.

Очевидно, бурный рост корпоративного внешнего долга «поощрялся» разбалансированностью денежной и курсовой политикой Центрального банка РФ. Здесь мы вплотную подошли к необходимости выявить те ошибки во внутренней экономической политике, которые вызвали столь тяжелую реакцию российской экономики на изменившиеся внешние условия⁶. Среди таких ошибок мы выделяем следующие.

Несбалансированная макроэкономическая политика. Многие исследователи признают, что последние 2—3 года российская экономика находилась в состоянии «перегрева», сформировавшегося под влиянием мощного притока в страну иностранной валюты по счету как текущих операций так и капитала. Денежные власти, во-первых, не смогли проводить более жесткую стерилизацию экспортных доходов и подавить инфляцию и, во-вторых, не контролировали рост бюджетных расходов. Кроме того выбор режима управляемого курса рубля как приоритета макроэкономической политики⁷ привел к тому, что Россия стала исключительно привлекательным рынком для краткосрочных финансовых спекуляций, которыми занимались и резиденты, и нерезиденты.

Провалы надзора за финансовыми институтами как продолжение ошибок в макроэкономической политике. Российские власти сквозь пальцы смотрели на то, как частный сектор увеличивает краткосрочный внешний долг. Центральный банк никак не реагировал на то, что банковская система интенсивно наращивала открытую валютную позицию, играя на укрепление рубля. Многие крупные банки к моменту перехода кризиса в острую фазу оказались в довольно неустойчивом положении в силу того, что либо увлеклись игрой на финансовых рынках, либо традиционно осуществляли долгосрочные вложения при отсутствии долгосрочных пассивов, либо просто банально разворовывали средства.

⁶ Анализируя начало российского кризиса и скорость его падения, безусловно, нельзя оставлять в стороне неэкономические события, в первую очередь грузинскую войну, угрозы в адрес главного акционера компании «Мечел», действия российских властей во время корпоративного конфликта в компании ТНК-ВР.

⁷ Мы считаем ошибочным сам выбор курса рубля в качестве цели экономической политики, поскольку в современном мире курс национальной валюты является результатом политики. Кроме того, в условиях свободного движения капиталов денежные власти развивающихся стран, сталкиваясь с так называемой *дилеммой Тошовски*, добиваются наибольших успехов в деле противостояния движению капиталов, используя либо свободное «плавание», либо жесткую привязку курса национальной валюты. Не случайно минимальные потрясения среди стран Восточной Европы испытывает Словакия, вошедшая в зону евро, в то время как управляемый курс валюты влечет за собой наиболее сильные негативные последствия в периоды внешних потрясений.

Незавершенность институциональных реформ. Мощный приток в страну доходов от экспорта нефти полностью остановил институциональные реформы в экономике, которые были объявлены в 2000—2001 гг., а политические изменения привели к тому, что качество основных государственных институтов (суды, государственный аппарат, защита прав собственности) начало резко снижаться, а степень их коррумпированности — возрастать.

Отсутствие целенаправленной политики диверсификации экономики. Печальным фактом российской действительности стало то, что российская экономика не воспользовалась мощным притоком финансовых ресурсов и не стала более диверсифицированной к началу кризиса. Государство не определило приоритеты структурных изменений и не создало действенных стимулов для вложения капиталов в «целевые» секторы. Более того, оно проводило целенаправленную политику вытеснения иностранного капитала не только из сырьевых отраслей, но и из тех секторов, которые могли бы начать изменение структуры российской экономики. В качестве наиболее ярких примеров такой политики можно привести «Пермские моторы», «Силовые машины», интернет-поисковик «Бегун». Единственным сектором, который ощутил значимый приток иностранных инвестиций, стала автомобильная промышленность, но нынешнее «отверточное» состояние и низкий уровень ее локализации не могут сделать ее мотором российской экономики.

Анализ экономических кризисов предполагает внимательное изучение предшествующих аналогичных ситуаций, принятых решений и тех ошибок, которые были сделаны, для преодоления кризисных явлений. В этой связи нельзя хотя бы кратко не остановиться на вопросе о правомерности сравнения российских кризисов 1992, 1998 и 2008/2009 гг.

Из приведенного в таблице 2 сравнения хорошо видно, что при всей их непохожести три российских кризиса объединяет одно: одновременное сочетание нескольких негативных факторов, что резонансно усиливало их проявления.

Т а б л и ц а 2

Российские кризисы

	1992	1998	2008/2009
Политический кризис	ДА	ДА	НЕТ
Резкое падение спроса	ДА Падение спроса связано с распадом СССР и СЭВ	НЕТ	ДА Падение спроса связано с циклическим спадом в мировой экономике и перегревом в неторгуемых секторах
Падение цен на нефть	НЕТ	ДА	ДА
Валютный кризис, вызванный сжатием сальдо текущих операций	ДА	ДА Валютный кризис был усугублен режимом управляемого <i>ослабления</i> рубля и отказом денежных властей менять курсовую политику по мере изменения сальдо текущих операций	ДА Валютный кризис был усугублен режимом управляемого <i>укрепления</i> рубля и отказом денежных властей менять курсовую политику по мере изменения сальдо текущих операций

	1992	1998	2008/2009
Дестабилизация бюджета из-за падения доходов	ДА	ДА	НЕТ Падение доходов не вызвало дестабилизации бюджета, так как был создан Стабилизационный фонд
Долговой кризис	НЕТ Россия не имела возможности привлечь внешние займы, но на нее не давила необходимость срочного погашения полученных ранее долгов	ДА Основным заемщиком выступал бюджет, который не смог расплатиться по долгам и вынужден был объявить внутренний и внешний дефолт	ДА Основным заемщиком выступает корпоративный сектор
Отток капитала	НЕТ	ДА Краткосрочный характер государственных заимствований приводил к постоянному оттоку капитала по мере погашения Минфином выпусков ГКО/ОФЗ	ДА Существенные инвестиции нерезидентов в финансовые инструменты привели к оттоку капитала по мере падения рынков

В поисках антикризисного плана

Нынешний глобальный кризис признан уникальным для всего мира. Для России к этой характеристике неизбежно добавляют еще два важных момента: экономика впервые ощутила на себе влияние мировой рецессии; а корпоративный сектор впервые столкнулся с полномасштабным кризисом, связанным с оттоком капитала и кредитным сжатием. В такой ситуации к действиям властей должны предъявляться повышенные требования, поскольку ее сложность и запутанность не оставляет места для простых и очевидных решений. Что же касается предпринимаемых действий, то все они должны быть взаимоувязаны, а их возможное косвенное влияние — широко «просчитываться».

В данном контексте нельзя не отметить, что российская власть оказалась не подготовленной к кризису, и на первом этапе ее реакция на кризис была явно запоздалой и неадекватной, временами панической. Сначала денежные власти не отреагировали на отток капитала в августе — начале сентября, видимо, посчитав его конъюнктурным, хотя к тому времени уже было очевидно, что мировые рынки капитала перестали функционировать: ни одной компании не удавалось практически привлечь ни долговой, ни акционерный капитал. После перехода финансового кризиса в США в острейшую фазу, вызванную падением крупнейших американских финансовых институтов, российские власти, столкнувшись с резким падением цен на нефть и российского фондового рынка, посчитали, что начавшееся радикальное изменение внешних условий никак не скажется на функционировании российской экономики.

В целом представляется, что примерно до середины декабря 2008 г. российские власти отказывались признавать меняющуюся реальность, что не позволило им определить приоритеты экономи-

ческой политики и выработать комплексный план действий. Именно этим можно объяснить слова о «тихой гавани», о том, что российская экономика будет продолжать свой рост прежними темпами. В конце октября 2008 г. был принят бюджет на 2009 год, который уже к тому времени «трещал по всем швам», поскольку опирался на ставшие абсолютно нереальными предпосылки: цена на нефть 95 долл./барр. и темпы экономического роста 6,5%.

Оценивая политику властей осенью 2008 г., следует выделить два решения, которые напрямую повлияли на макроэкономическую ситуацию в стране: *массированное вливание ликвидности в банковскую систему и проведение управляемой девальвации рубля.*

Резкое падение российского фондового рынка в середине сентября 2008 г. повлекло за собой неспособность ряда банков своевременно осуществить расчеты по операциям репо, что привело к параличу этого рынка. Возникшее на такой основе недоверие между банками привело к резкому росту процентных ставок на межбанковском кредитном рынке и к существенному сокращению объема межбанковского кредитования. Вместе с тем в работе расчетной системы, не связанной с операциями на финансовых рынках, никаких проблем отмечено не было: и количество платежных поручений, и суммы проходящих через расчетную систему Банка России платежей оставались на обычном уровне. Тем не менее денежные власти не смогли «выдержать» очевидного давления со стороны банков и приняли ничем не мотивированное решение⁸ о предоставлении значительной рублевой ликвидности банковской системе, фактически утратив контроль над динамикой денежного предложения.

Для реализации этого решения были снижены нормативы обязательного резервирования, что дало банкам более 360 млрд руб., на депозиты в банках были направлены средства федерального бюджета, замененные позднее беззалоговыми кредитами Банка России. В целом к середине октября объем ликвидности, предоставленный банковской системе, превысил 1500 млрд руб., а к концу ноября он составил свыше 2700 млрд руб⁹.

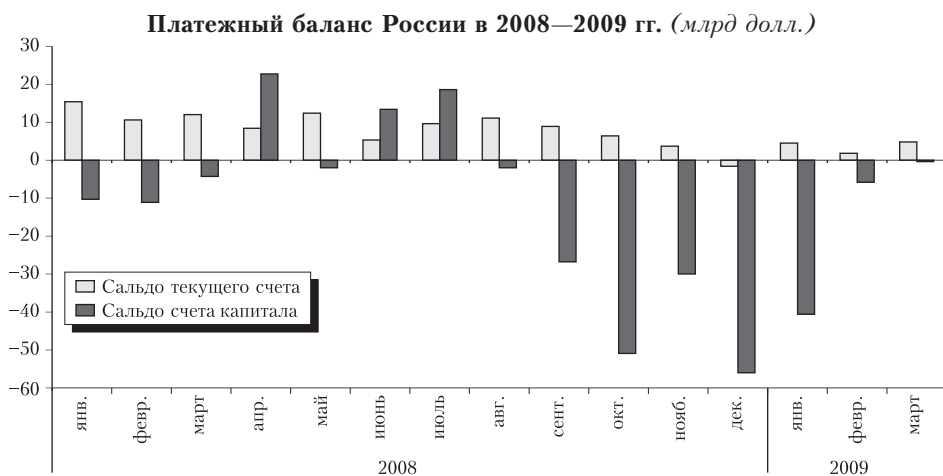
Еще в начале 2007 г. стало вполне очевидно, что сформировавшаяся с 2003 г. тенденция чрезмерно быстрого роста импорта (25–30% в год) поставила под сомнение долгосрочную устойчивость положительного сальдо текущих операций платежного баланса России. В то время действие этой тенденции при устойчиво быстром укреплении рубля в реальном выражении (временами и в номинальном), при уровне цен на нефть в 60–70 долл./барр. приводило сальдо текущих операций почти к нулевому уровню к концу 2008 г. Последовавший с середины 2007 г. новый рывок нефтяных цен (сначала до 80–90 долл./барр.,

⁸ Помимо опасений относительно стабильности системы расчетов, единственным аргументом в пользу такого шага могло быть отсутствие у банковской системы достаточной ликвидности для погашения внешнего долга. Однако общий объем таких платежей в сентябре–октябре был менее 7 млрд долл. для банковского сектора и 2 млрд долл. для нефинансового сектора. Следовательно, если такая проблема и существовала, то для ее решения хватило бы на порядок меньше объема рублевой ликвидности.

⁹ Максимальный объем рублевой ликвидности, предоставленный банкам в рамках антикризисных действий, превысил 4000 млрд руб. к концу января 2009 г.

а затем и до 120–140 долл./барр.) замаскировал эту опасность, однако темп роста импорта продолжал ускоряться, превысив за первые три квартала 2008 г. уровень предыдущего года более чем на 40%.

Резкое падение нефтяных цен с июля 2008 г., дополненное сокращением глобального спроса на сырьевые товары из-за начинающейся мировой рецессии, привело к тому, что в октябре сальдо текущих операций снизилось на 40% по сравнению со среднемесячным уровнем первого полугодия, а в декабре стало отрицательным (см. рис. 1). Еще большим ударом для денежных властей стало резкое изменение ситуации со счетом капитала: «закрытие» мировых кредитных рынков, необходимость погашать полученные ранее корпоративные долги, отток капитала с фондового рынка в совокупности привели к тому, что среднемесячный отток капитала в последние четыре месяца 2008 г. превысил 40 млрд долл.



Источник: Банк России; ежемесячная разбивка 1 квартала 2009 г. сделана автором совместно с Центром развития ГУ–ВШЭ.

Рис. 1

Такое одновременное изменение текущего и капитального счетов платежного баланса вынудило Банк России пересмотреть курсовую политику и начать ослабление российского рубля для выравнивания сальдо текущих операций. Однако принятая им в сентябре–ноябре тактика оказалась явно ошибочной. В это время Банк России, с одной стороны, не решился (о причинах будет сказано ниже) на резкую девальвацию рубля, с другой — отказался от своей прежней линии на жесткое удерживание курса рубля к бивалютной корзине, поскольку продолжать эту линию при новом состоянии платежного баланса было просто невозможно.

Начав медленную, поэтапную девальвацию рубля (см. рис. 2), Банк России «намекнул» на свою готовность и дальше двигаться в этом направлении¹⁰. Этого оказалось достаточно, чтобы банки, получившие

¹⁰ Несомненно, решение об изменении курсовой политики было вынесено на обсуждение с политическим руководством страны, поскольку традиционно курс рубля воспринимается властями как один из основных признаков стабильности и управляемости.

Динамика курса рубля к бивалютной корзине и евро/доллар



Источник: Банк России.

Рис. 2

и продолжавшие получать вплоть до конца января огромную и явно избыточную рублевую ликвидность, начали покупать иностранную валюту, что привело к быстрому снижению уровня золотовалютных резервов. Только к концу ноября Банку России, по всей видимости, удалось получить «политическое разрешение» на более кардинальное изменение курса рубля — начался этап «управляемой девальвации»¹¹, продлившийся до конца января 2009 г. Заявления представителей Банка России после начала этого этапа не оставили сомнений в предстоящем резком ослаблении рубля; в покупку иностранной валюты активно включилось российское население. За период сентябрь 2008 — февраль 2009 г. рублевые депозиты населения сократились более чем на 20% (что сопоставимо с масштабом снижения депозитов населения осенью 1998 г. и позволяет говорить о состоявшемся «набеге на банки»), а объем наличных денег в обращении уменьшился почти на 15%. В результате валютные активы российского населения (наличная валюта и валютные депозиты) выросли за это время более чем на 50 млрд долл.

Судя по всему, примерно в это же время — в декабре — Правительство России начало осознавать реальный масштаб и содержание кризиса, однако было еще не готово признать возможность падения российской экономики, считая «допустимым» только замедление экономического роста. Первым серьезным сигналом, свидетельствовавшим об окончании периода растерянности и паники, явилось заявление в начале января о необходимости пересмотра федерального бюджета

¹¹ У нас нет сомнений относительно правильности выбора в пользу плавной девальвации по сравнению с одномоментным ослаблением курса рубля. Главным аргументом такого решения стала сильно несбалансированная валютная позиция банковской системы: валютные пассивы банков превышали их валютные активы примерно на 100 млрд долл. Если бы банки столкнулись с одношаговой девальвацией при такой же валютной позиции, то их совокупный убыток от переоценки активов и пассивов составил бы свыше 1 трлн руб., что неизбежно могло спровоцировать широкомасштабный банковский кризис. Управляемая девальвация позволила банкам нарастить свои валютные активы и существенно снизить потенциальные убытки.

на 2009 год. Вскоре после этого Банк России радикально изменил характер денежной политики и прекратил предоставлять банкам новую рублевую ликвидность. В течение нескольких дней это привело к прекращению давления на рубль и стабилизации его курса.

Пересмотр бюджета в феврале—марте правительство совместило с разработкой антикризисной программы, содержание которой позволяет достаточно четко выделить реальные приоритеты экономической политики на ближайшие месяцы. В 2009 г. такой приоритет будет один — наращивание социальной поддержки населения. На эти цели (с учетом 300 млрд руб., предназначенных на трансферты и кредиты регионам, поскольку выплаты населению составляют основную часть расходов региональных бюджетов) предполагается направить половину средств из общего антикризисного пакета 1,6 трлн руб. На решение проблем банковской системы «зарезервировано» 530 млрд руб., а оставшиеся средства распределены в качестве субсидий и дотаций между различными программами и проектами.

Можно ли надеяться на Америку?

По мере развития глобального кризиса споры о том, какую форму он будет иметь — V , U или L , постепенно утихли. К настоящему моменту продолжительность спада в американской экономике, начавшегося в конце 2007 г., является максимальной со времен Великой депрессии. Пока нет оснований считать, что кризис прекратился. Таким образом, можно смело утверждать, что настоящий кризис будет кризисом *L-типа*, дискуссия же должна вестись только о длительности стагнации в этом цикле¹².

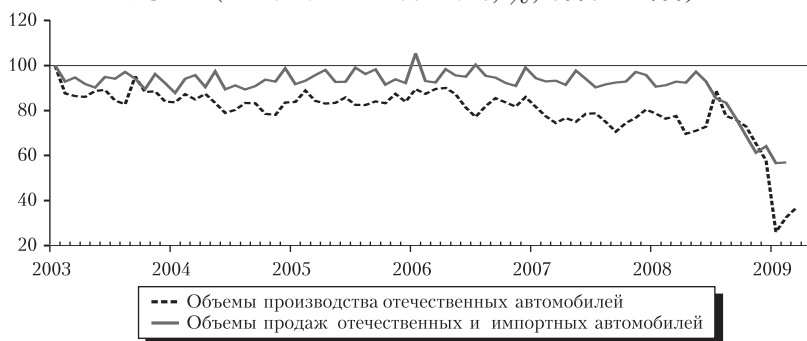
При анализе данного вопроса нужно принимать во внимание, что в американской экономике наиболее потерпевшими оказались три сектора — финансовый, автомобилестроение и жилищное строительство (см. рис. 3, 4). Следовательно, чтобы в экономике США начался реальный подъем, последствия кризиса должны быть преодолены во всех этих секторах. Но все они продолжают демонстрировать негативную динамику, а предположения о продолжительности периода их восстановления носят исключительно умозрительный характер.

Можно предположить, если в результате проведения стресс-тестов крупнейших банков американским властям удастся выявить все «ядовитые» и проблемные активы и реализовать объявленные планы по выкупу плохих активов и рекапитализации финансовых институтов, то вопрос, *как* восстанавливать работоспособность финансового сектора может смениться на вопрос, *когда*.

Автомобильная отрасль должна подвергнуться глобальной реструктуризации и вполне вероятно, что размеры американской авто-

¹² Опубликованный в конце апреля доклад МВФ «О мировом развитии» (World Economic Outlook, April 2009) обращает внимание на то, что традиционно выход из синхронизированной для основных экономических центров рецессии или из рецессии, совпавшей по времени с финансовым кризисом, оказывается более длительным и медленным. Сегодня мир столкнулся с синхронизированной рецессией, совпавшей с финансовым кризисом.

Динамика объемов производства и продаж легковых автомобилей в США (со снятой сезонностью, %, 2002 г. = 100)



Источник: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve System.

Рис. 3

Динамика жилищного строительства в США (% , 2002 г. = 100)



Источник: U.S Census Bureau.

Рис. 4

промышленности существенно уменьшатся. При этом финансовое оздоровление отрасли и ее организационная реструктуризация могут занять год — два.

Намного тяжелее оказались проблемы на американском рынке недвижимости, для устойчивого функционирования которого по старой модели должен восстановиться растущий ценовой тренд¹³. Но этому препятствуют снижение частного потребления, ограничивающее склонность к покупкам недвижимости и неготовность банковского сектора к предоставлению ипотечных кредитов, большое количество перешедших в собственность банков домов, продажа приведет к дальнейшему падению цен на недвижимость. Учитывая, что рост безработицы в США будет продолжаться еще несколько кварталов даже после начала подъема в американской экономике, видимо, не следует в ближайшие два—три года ожидать восстановления данным сектором его функции «мотора» экономики США.

¹³ По оценке бывшего заместителя министра финансов США Р. Алтмана суммарная стоимость недвижимости, принадлежащей американским семьям, снизилась на 20% с середины 2007 г. к концу 2008 г. (Financial Times, 5 april 2009.).

Таким образом, само по себе завершение спада американской экономики не будет означать начала подъема — за спадом может последовать период стагнации. Кроме того, после начала фазы роста в экономике США первоначальные его темпы будут существенно ниже тех, которые наблюдались в последнее десятилетие из-за нерешенности проблем в автопроме и секторе жилищного строительства. На этом основании, а также принимая во внимание, что подъем мировой экономики во многом будет определяться динамикой экономики США, мы выдвигаем следующую гипотезу: *не следует ожидать существенного улучшения внешних условий для российской экономики¹⁴ как минимум в ближайшие два—три года.*

Если данная гипотеза правомерна, то из нее логично вытекает вывод о том, что восстановление российской экономики после глубокого падения в решающей степени будет зависеть от экономической политики российских властей, от того, насколько удачно они смогут миновать макроэкономические «ловушки», быстро создать стимулы для роста экономики, и насколько действенными эти стимулы окажутся.

Основные проблемы в 2009—2010 гг.

В феврале 2009 г. обвальное падение российской экономики закончилось, сейчас она находится в поисках нового макроэкономического равновесия. Сегодня с высокой степенью уверенности можно утверждать, что при отсутствии новых внешних потрясений дальнейшего пикирования экономики России ожидать не следует. Вместе с тем возникшая ситуация не позволит денежным властям ослаблять внимание к вопросам макроэкономической политики в ближайшие два года. Неустойчивый платежный баланс, денежная политика, снова ставшая заложницей дефицита бюджета, необходимость жесткого ограничения бюджетных расходов, угроза кризиса «плохих долгов» — вот краткий перечень основных угроз, с которыми предстоит столкнуться в это время.

К началу февраля российский рубль девальвировался почти на 40% к бивалютной корзине и более чем на 55% к доллару по сравнению с максимальным укреплением рубля в середине июля 2008 г. Казалось бы, с точки зрения воздействия на платежный баланс такой уровень девальвации должен был создать весьма комфортные условия для денежных властей. И предварительные оценки итогов первого квартала вроде могут внушать оптимизм: сальдо текущих операций составило 11,1 млрд долл., а снижение валютных резервов сменилось в феврале—марте их медленным ростом. Но такое внешне очевидное улучшение не представляется устойчивым по двум причинам.

¹⁴ Под внешними условиями мы понимаем совокупность количественных параметров спроса и цен на основные позиции российского экспорта (нефть, газ, металлы, химия, древесина). Можно ли предполагать, что спрос на российское сырье восстановится до предкризисного уровня в ближайшие два—три года? Думается, что нет. Подъем мировой экономики «стартует» с нижней точки падения, и первыми будут расти наименее ресурсоемкие секторы. Восстановление инвестиций и строительства последует с каким-то лагом, необходимым для переоценки бизнес-планов и переформулирования инвестиционных проектов.

Во-первых, Банк России в марте-апреле осознанно пошел на номинальное укрепление рубля, которое к концу апреля составило около 7% (к бивалютной корзине от уровня начала февраля), что снизило уровень девальвации по отношению к июлю 2008 г. до 30%. При таком уровне девальвации российский рубль, практически, не изменил своего отношения к валютам основных торговых партнеров России на территории СНГ, что снижает курсовое давление на динамику импорта. Кроме того, ограниченный масштаб девальвации не позволяет надеяться на сильный рост внутреннего импортозамещающего производства.

Во-вторых, российскому импорту присуща ярко выраженная сезонность, то есть быстрое нарастание помесечных объемов импорта в течение года. Если учесть, что многие импортеры столкнулись с недоступностью кредита в начале года, то следует с большой осторожностью экстраполировать результаты первого квартала на оставшуюся часть года.

По нашему прогнозу¹⁵ сальдо текущих операций по итогам 2009 г. оценивается в размере 1,3–1,6% ВВП (15–20 млрд долл.) при заложенном в бюджет уровне цен на нефть 41 долл./барр. Традиционно в российской экономике первое полугодие и особенно второй квартал оказываются более благоприятными в этом смысле, нежели вторая половина года. А это значит, что, согласно нашему сценарию, во втором полугодии для платежного баланса России возникает серьезная угроза «обнуления» сальдо текущих операций.

Прогноз сальдо счета капитала в значительной мере зависит от того, в каком объеме российским заемщикам удастся реструктурировать/рефинансировать подлежащие погашению в 2009 г. внешние долги. Общая сумма таких платежей в течение года по данным Банка России, может составлять 130–150 млрд долл., из которых 65–70 млрд приходится на банковский сектор. По данным платежного баланса, российские банки осуществляли все предусмотренные графиками платежи по внешнему долгу в конце 2008 – начале 2009 г., а нефинансовый сектор погасил лишь около половины платежей, приходящихся на этот период. Если такое положение сохранится до конца года, то итоговое отрицательное сальдо счета капиталов может составить 60–90 млрд долл.

Сочетание нулевого сальдо текущих операций и оттока капитала неизбежно будет оказывать возрастающее давление на курс рубля во второй половине 2009 г., что заставит Банк России потратить определенную часть своих валютных резервов (30–50 млрд долл.) для удержания курса рубля в пределах объявленного валютного коридора¹⁶.

¹⁵ Здесь и далее все прогнозные оценки взяты из подготовленного совместно с Центром развития ГУ–ВШЭ прогноза развития российской экономики, представленного 2 апреля 2009 г. Полная версия прогноза доступна по адресу: http://www.dcenter.ru/pdf/2009/nep_09-Q1.pdf

¹⁶ При прогнозировании платежного баланса необходимо учитывать два фактора, которые могут повысить его устойчивость в течение 2009 г.: рост цен на нефть сверх заложенного в прогноз уровня (1 доллар в цене барреля нефти эквивалентен росту экспортных доходов на 2,5–3 млрд долл. в течение года) и возможность новой волны притока спекулятивного финансового капитала в Россию, первые признаки которой появились в марте 2009 г. Этот приток провоцируется высоким уровнем процентных ставок в российской экономике и определенными гарантиями со стороны Банка России по удержанию курса рубля.

На 2010 г. мы не прогнозируем существенного улучшения ситуации: возможное умеренное повышение нефтяных цен¹⁷ будет частично компенсироваться снижением цен на газ, а импорт, в свою очередь, будет понемногу расти за счет как оживления кредитной активности, так и ограниченных масштабов импортозамещения. Отложенные в 2009 г. платежи по долгу станут срочными в следующем году, а ожидать интенсивного притока иностранного капитала в Россию не приходится. В итоге сальдо счета текущих операций сохранится на уровне 2009 г., а сальдо счета капитала будет оставаться отрицательным и может составить 80—100 млрд долл. Такое состояние платежного баланса будет оказывать существенное давление на валютные резервы и на курс рубля в течение всего года.

Согласится ли Банк России удерживать столь хрупкое равновесие платежного баланса ценой утраты существенной части валютных резервов (30—35% от их текущего уровня в течение двух лет) или ему придется еще раз прибегать к девальвации¹⁸? В значительной мере ответ на этот вопрос будет зависеть от жесткости денежной политики и координации действий денежных властей.

Одновременно с объявлением о своих обязательствах по удержанию курса рубля в пределах нового валютного коридора в конце января Банк России прекратил предоставлять дополнительную рублевую ликвидность банковской системе и начал постепенно снижать объем предоставляемых банковской системе кредитов. Главным аргументом принятия такого решения стало то, что с февраля 2009 г. Минфин начал использовать монетарное финансирование бюджетных расходов за счет использования средств Резервного фонда. Для компенсации влияния этого фактора на совокупное денежное предложение Банк России пошел на сокращение кредитования банковской системы, чтобы удерживать денежное предложение на стабильном уровне.

Такой подход Банка России к регулированию совокупного денежного предложения легко объяснить стремлением не допустить разогрева инфляционных и девальвационных тенденций в экономике. Однако в среднесрочной перспективе устойчивость этой модели денежной политики будет подвержена определенному давлению. С одной стороны, снижение объема кредитов, предоставленных банковской системе, не может продолжаться бесконечно: к середине

¹⁷ Безусловно, страны — члены ОПЕК, согласованно сокращая объемы добычи нефти, могут добиться существенного дефицита нефти на мировом рынке, что приведет к повышению цен до 70—80 долл./баррель. Однако представляется, что такой уровень цен как минимум затормозит восстановление мировой экономики, а, возможно, и усилит ее дальнейшую рецессию.

¹⁸ Объявив об установлении нового, широкого «валютного коридора», Банк России, представляется, не использовал уникального шанса: отказа от обязательств по удержанию курса рубля и перехода к режиму плавающего курса. Сочетание резкого изменения политики регулирования денежного предложения и сезонных факторов могли обусловить стабильность курса рубля без каких-либо обязательств с его стороны. Собственно говоря, это и произошло в феврале—марте. Сохранив режим управляемого курса рубля, Банк России неизбежно будет повторять прежние ошибки, что неизбежно обернется новым скачком курса рубля. Альтернатива для Банка России в тот момент была в переходе к режиму таргетирования инфляции с «полной свободой рук» в вопросах курсообразования. Однако, очевидно, что такой подход, даже если он обсуждался, вряд ли мог быть принят в силу политических ограничений.

апреля 2009 г. совокупный объем кредитов, выданных Банком России, немного превышал 2500 млрд руб., что меньше планируемого объема использования средств Резервного фонда в течение 2009 г. С другой стороны, хотя принятый закон о бюджете ограничивает использование средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния в размере около 3300 млрд руб., можно ожидать, что в случае ускорения инфляции правительство пойдет на увеличение бюджетных расходов и дефицита бюджета.

Следовательно, можно утверждать, что в России наблюдается возврат к ситуации первой половины 1990-х годов, и денежная политика в ближайшие годы станет заложницей дефицита бюджета. С одной стороны, это будет существенно ограничивать свободу действий Банка России, с другой — предъявлять повышенные требования к качеству бюджетной политики в 2009—2010 гг.

Резкий переход от быстрого экономического роста к глубокому спаду естественным образом нарушил бюджетный процесс. Запоздалая реакция Минфина на изменение внешней среды осенью прошлого года, длительные внутренние дискуссии в правительстве о приоритетах экономической политики на новом этапе привели к тому, что при пересмотре бюджета-2009 в его конструкцию были внесены серьезные структурные изменения, нарушившие его внутреннюю логику.

Основной проблемой федерального бюджета, безусловно, является резко возросший в 2009 г. общий объем расходов. Опережающая индексация социальных выплат в изначальной конструкции бюджета-2009, неспособность правительства существенно сократить расходы при пересмотре бюджета и включение в него дополнительных антикризисных расходов «раздули» расходную часть федерального бюджета до 24,5% ВВП (с учетом квази-бюджетных расходов, финансируемых из ФНБ) по сравнению с 18% в 2008 г. Благодаря созданным в «тучные годы» резервам, Минфин не испытывает проблем с поиском источников финансирования расходов бюджета даже в условиях резко сократившихся налоговых поступлений. Однако монетарный характер финансирования дефицита бюджета закладывает мину под всю макроэкономическую конструкцию — способность российской экономики без существенных инфляционных последствий воспринять столь мощный эмиссионный всплеск вызывает сомнения.

Столь значительный рост расходов, если правительство попытается удержать его в течение нескольких лет, не приемлем с точки зрения макроэкономического равновесия. А поскольку сегодня нельзя с уверенностью прогнозировать скорое начало бурного подъема в мировой экономике, который может восстановить уровень бюджетных доходов на докризисном уровне, то единственным «гибким» параметром бюджета будет оставаться размер его дефицита.

Можно утверждать, что в 2010 г. федеральный бюджет окажется очень близко к тому, что называется «дефляционной ловушкой»: его номинальные расходы могут вообще не увеличиться или вырасти крайне незначительно. Многие региональные бюджеты в такую ситуацию попали уже в нынешнем году. Учитывая, что в окончательной конструкции Бюджета-2009 правительство пошло на ускоренную индекс-

сацию социальных выплат (по отношению к инфляции)¹⁹ во второй половине года, расходы по многим статьям должны быть сокращены в номинальном выражении. Асимметричное изменение уровня расходов бюджета по разным статьям неизбежно повлечет за собой ухудшение качества работы государственных структур и бюджетных учреждений, нарушит реализацию инвестиционных программ бюджета, приведет к сокращению государственного спроса в экономике.

Едва ли не ключевую роль в определении скорости восстановления российской экономики будет играть способность банковской системы преодолеть кризис «плохих долгов», который традиционно сопровождает экономический спад. Происхождение такого кризиса связано с резким падением стоимости активов, широко используемых банками в качестве залогов по кредитам (ценные бумаги и недвижимость) и/или с серьезным сокращением экономической активности, в результате чего заемщик, не испытывавший никаких проблем с обслуживанием кредитов, сталкивается с падением спроса на свою продукцию и становится неплатежеспособным. Кредит, некоторое время назад казавшийся хорошим и приносящим банку устойчивый процентный доход, становится проблематичным, так как из-за изменения экономических условий заемщик уже не может погашать кредит, а порой и платить проценты по кредиту в полном объеме. Поскольку изменение внешних условий затрагивает всех экономических субъектов, то, как правило, и кризис «плохих долгов» затрагивает практически всю банковскую систему.

Сегодня кризис «плохих долгов» стал довольно распространенным явлением: МВФ за последние три десятилетия насчитывает более 120 случаев таких долгов не только в развивающихся, но и в развитых странах. Негативное влияние этого кризиса на экономику заключается не только (и, может быть, не столько) в том, что государство тратит огромные ресурсы на капитализацию банковской системы²⁰, сколько в том, что она становится неспособной выполнять свою базовую функцию — кредитование экономики.

Можно ожидать, что кризис «плохих долгов» в России будет не очень тяжелым с точки зрения давления на бюджет: объем выданных банками кредитов нефинансовому сектору не превышает 50% ВВП, совокупный капитал банковской системы не превышает 8% ВВП. Однако это не снимает угрозу того, что банковская система станет неработоспособной, если государство замедлит с идентификацией и преодолением данного кризиса. Более того, ситуация в банковском секторе в ближайшие два года будет осложняться сжатием пассивной части баланса из-за крупных платежей банков и их клиентов в пога-

¹⁹ Хорошо известно, в том числе и из российского опыта середины 1990-х годов, что индексация социальных выплат в период высокой инфляции является крайне опасным инструментом, поскольку ещё больше подстегивает темпы роста цен.

²⁰ Для преодоления банковского кризиса государство должно принять серьезные меры по расчистке банковских балансов, чтобы выявить активы, реальная стоимость которых существенно ниже номинальной или равна нулю. В результате переоценки и списания активов с балансов банки теряют значительную часть своего капитала. Крупные банки для восстановления капитала, как правило, получают средства из бюджета, мелкие и средние вынуждены «идти на поклон» к крупным банкам или продаваться им.

шение внешнего долга и снижения объема кредитов, предоставленных Банком России. В такой ситуации российская экономика столкнется с сильнейшим кредитным сжатием, что заведомо будет тормозить экономический подъем.

И последний (по порядку, но не по значимости) вопрос, на котором необходимо остановиться, обсуждая перспективы экономического восстановления. Сегодня никто не знает, как, попав в кризисные условия, поведет себя российская экономика, на какие стимулы она способна реагировать, есть ли в ней достаточные внутренние ресурсы и возможности не остаться в состоянии стагнации после завершения периода спада, начать пусть медленный, но устойчивый подъем.

Выход из кризиса может быть существенно облегчен, если решения властей будут адекватными ситуации и имеющимся ресурсам, использование которых должно быть направлено на достижение рациональных целей. Если же власть не сумеет своевременно оценивать изменение ситуации, продолжит неэффективно использовать ограниченные ресурсы и не начнет опираться на поддержку общества, то выход из кризиса окажется затяжным и болезненным. Главным критерием адекватности экономической политики в условиях кризиса был и остается вопрос: создадут ли принимаемые властью решения действенные стимулы для бизнеса или они приведут лишь к тому, что «гири на ногах» российской экономики станут еще тяжелее? Выводить страну из кризиса будут не чиновники своими решениями, а бизнес своими делами.