С. АЛЕКСАШЕНКО,
кандидат экономических наук

КРИЗИС—2008: ПОРА СТАВИТЬ ДИАГНОЗ*

Мировой финансовый кризис, перешедший в острую фазу в середине сентября, ожидали давно: достаточно вспомнить огромное количество опубликованных статей в последние годы, посвященных проблеме перекредитованности американской экономики в целом и сектора домохозяйств в частности. Но вместе с тем, как и большинство кризисов, нынешний оказался довольно неожиданным. Об этом свидетельствуют и очевидная неготовность американских финансовых властей к преодолению кризиса, и запаздывание с принятием каких-либо мер, и экстренный характер подготовки законопроектов, предоставляющих властям возможность действовать в экстраординарной ситуации. Скорость развития кризиса в США осенью текущего года, а также та быстрота, с какой он поражал европейские страны и крупнейшие банки, подтвердили реальность финансовой глобализации. Проблемы, изначально зародившиеся в одном конце света, через какое-то время могут «всплыть» за многие тысячи километров, при том что проследить или тем более перекрыть каналы их распространения при современном уровне развития финансовых инструментов не представляется возможным.

В такой ситуации было бы странно, если бы российская экономика осталась вовсе не затронутой «волнами» кризиса. И нет никаких сомнений в том, что именно события в США стали тем триггером, который запустил цепочку кризисных явлений на российском финансовом рынке. Вместе с тем для адекватного анализа происходящего в нашей стране, оценки действий властей, которые уже пообещали выделить на преодоление кризиса от 10 до 15% ВВП, и для прогнозирования развития событий исключительно важно попытаться максимально точно определить корни и причины кризисных процессов, наблюдающихся в России. Можно ли все списать на Америку, считая российский кризис «наведенным»? Или же в России хватает своих причин для кризиса, которые лишь подтолкнула рецессия мирового финансового рынка?

Америка: лечение началось?

Стало уже общепринятым говорить, что нынешний кризис возник из-за нестандартных ипотечных кредитов (sub-prime mortgage). Нам кажется, это примерно то же самое, что и фраза: «Кризис 1998 г. в России возник из-за ГКО и ОФЗ». И ипотечные кредиты, и ГКО—ОФЗ — всего лишь финансовые инструменты, которые сами по себе не способны обозначать

* В основу статьи положено выступление автора на круглом столе «Финансовый кризис и его последствия для мировой экономики и для России» 17 октября 2008 г., организованном фондом «Либеральная миссия». В 1995—1998 гг. С. Алексашенко занимал должность заместителя председателя Центробанка РФ.

действия. Проблемы возникают тогда, когда эти инструменты используются неправильно: в рамках проведения неадекватной экономической политики людьми, не отдающими отчет в своих поступках.

Нестандартные ипотечные кредиты существуют в Америке давно, и сегодня это означает лишь то, что кредит выдавался заемщику, который не мог предоставить все требуемые банком документы или его финансовое положение не позволяло с уверенностью ожидать добросовестного исполнения своих обязательств. Изначально объем таких кредитов был относительно невелик, даже в 2001 г. их выдали на 190 млрд долл., что составило 8,6% общего объема ипотечных кредитов. Однако в 2005 г. объем таких кредитов составил уже 625 млрд долл., или 20% общего объема выданных ипотечных кредитов. К настоящему времени общее количество таких кредитов превышает 5 млн, а их суммарный объем — 2,5 трлн долл.

Этот рост обеспечивался согласованным участием нескольких групп игроков. Ипотечные брокеры, которые и принимали решение о выдаче кредитов, получали комиссию от объема выдаваемых кредитов и объясняли клиентам, что получение таких кредитов им ничем не грозит. Напротив, они стали намеренно снижать объем требований к клиентам и предъявляемой ими документации, сокращать объем первоначального взноса или договариваться с банками о том, что те будут кредитовать покупателей недвижимости для первоначального взноса.

Ипотечные банки, выкупая кредиты у брокеров, отнюдь не намеревались держать кредиты на своем балансе (видимо, хорошо зная их качество), а, научившись «упаковывать», активно продавали такие кредиты в виде производных ценных бумаг (CDO — collateralized debt obligations, MBS — mortgage based securities и т. п): если в 2001 г. объем секьюритизированных нестандартных кредитов составлял 95 млрд долл., то к 2005 г. он вырос до 507 млрд. Это дало возможность банкам существенно уменьшить объем принимаемых на себя рисков, перекладывая их на покупателей таких ценных бумаг[1]. Вскоре «на помощь» ипотечным банкам пришли инвестбанки, надзор за которыми не предусматривал того контроля и оценки рисков, которые существуют для коммерческих банков, поднадзорных ФРС США.

Инвестбанки придумали технологию «расслаивания и разделения» (slicing and dicing) кредитов, что позволяло им на основе построенных математических моделей доказывать клиентам: если взять много плохих активов и выкинуть из этого набора самые плохие, то оставшиеся будут довольно хорошими. В данном случае «хорошими» называют активы с инвестиционным рейтингом (вплоть до AAA), которые могли бы покупаться самым широким кругом инвесторов, включая пенсионные фонды, центральные банки и т. д.

[1] Надо отметить, что секьюритизация как способ дробления рисков и перевода различных видов неторгуемых активов в торгуемые получила широкое распространение в финансовой индустрии. Многие финансовые институты фактически превращались в своеобразных краткосрочных брокеров, формируя портфели активов лишь для того, чтобы их продать на финансовом рынке на основе размещения производных долговых бумаг. К тому же массовое распространение секьюритизации послужило базой существенного расширения доступности кредитов для многих категорий заемщиков, что привело к резкому повышению уровня закредитованности.

Очевидно, большинство покупателей подобных ценных бумаг не до конца понимали те риски, которые им предлагалось брать на себя, полагаясь больше на доверие к своим консультантам, нежели на собственный анализ рисков. Правда, порою покупатели требовали от организаторов выпусков дополнительных гарантий, как правило, в виде обязательств об обратном выкупе ценных бумаг в случае падения их цены. Для того чтобы выданные гарантии и обязательства не отягощали балансы банков-организаторов, те в свою очередь пытались застраховать свои риски на случай падения цен. Но зачастую они вместе со страховыми компаниями просто изобретали такие страховые схемы, которые давали возможность объяснить регулятору, что риски застрахованы, хотя ответственность страховщиков была минимальной. Кроме того, банки согласовывали с надзорными органами практику создания дочерних «специальных инвестиционных компаний» (SIC), на баланс которых переводились ипотечные бумаги, но которые финансировались за счет краткосрочных кредитов, привлекаемых с рынка. Естественно (!), риски этих компаний не консолидировались на балансах материнских банков, и надзорные органы с этим соглашались.

Вот здесь мы, пожалуй, подошли к ключевому моменту анализа — к позиции регуляторов, которые явно оказались не на высоте. Сегодня невозможно объяснить, почему вся изложенная выше схема не привлекла не то что особого, но даже обычного внимания надзорных органов. Более того, в какой-то момент ФРС осознанно приняла решение об отказе от дополнительного регулирования деятельности банков, связанной с выпусками и приобретением ценных бумаг, обеспеченных нестандартными ипотечными кредитами. Банкам были утверждены облегченные стандарты проверок ипотечных кредитов, покупаемых от ипотечных брокеров (деятельность которых вообще никем не контролировалась!) и служивших обеспечением под выпуски ценных бумаг.

Возможно, это было связано с принципиальным для американской финансовой системы решением об отмене четкого разграничения коммерческих и инвестиционных банков — Закона Гласса—Стигала, который был принят в 1932—1933 гг. как реакция на кризис 1929 г. Отмена этого закона произошла в 1999 г., и это решение (*Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act*) предусматривало либерализацию деятельности банков. В частности, инвестиционные банки получили право на осуществление всех операций, которые прежде были разрешены только коммерческим банкам и страховым компаниям (так же, как и наоборот), но при этом надзор за инвестбанками осуществляла не ФРС, а Комиссия по ценным бумагам, никогда не занимавшаяся контролем за банковскими рисками. Одним словом, и это сегодня очевидно, американские регуляторы сквозь пальцы смотрели на то, как нарастает объем малопонятных финансовых инструментов.

Здесь следует сказать, что все эти события разворачивались на фоне сформировавшегося на американском рынке недвижимости устойчивого восходящего тренда, позволявшего рассчитывать на быстрый и легкий заработок: покупаешь дом за 300 тыс. при первоначальном взносе в 60 тыс., через два года дом стоит 380 тыс., и это означает, что твоя доля в его стоимости возросла до 140 тыс. В такой ситуации

заемщик мог перезаложить дом или продать, одновременно «откэшив» весь или часть полученного дохода для текущего потребления. Многие простые американцы увидели в этом возможность заработка и стали приобретать вторые и даже третьи дома в инвестиционных целях. При 5—10-процентном или даже полном отсутствии первоначального взноса сделать это было совсем не сложно. Одним словом, на рынке недвижимости надувался очевидный «пузырь».

Но, как известно, надувание «пузыря» не может длиться бесконечно. ФРС начала постепенно повышать уровень процентных ставок, вслед за этим стали повышаться ставки и по ипотечным кредитам. Значительная часть кредитов выдавалась на условиях фиксации ставки на первые 2—3 года с последующим ее изменением в зависимости от уровня ставок на рынке. Собственно говоря, получатели нестандартных ипотечных кредитов с самого начала допускали гораздо более высокие уровни просрочки текущих платежей (25—30% против 2—3% у получателей стандартных кредитов). Но в условиях постоянно растущих объемов выдачи некоторое время банкам удавалось маскировать эти проблемы.

Ситуация накалилась к началу 2007 г.: статистика стала демонстрировать реальные уровни и масштабы просрочек по нестандартным кредитам, все большее количество получателей таких кредитов были вынуждены отказываться от приобретенных квартир, прекратился и рост цен на недвижимость, а местами цены на дома стали снижаться. Последний фактор явился тяжелейшим ударом для тех американцев, которые оказались «крайними» и приобрели дома во второй половине 2006 г., да еще и с внесением первоначального взноса из накопленных сбережений. Эти взносы стали казаться завышенными при снижении цен на недвижимость, что еще существеннее увеличило объемы отказов от сделанных приобретений, повысило предложение на рынке недвижимости и … еще больше снизило цены. Одним словом, спираль начала раскручиваться в обратном направлении! И, к большому удивлению многих, гораздо стремительнее, чем закручивалась.

Весной 2007 г. в прессу просочились первые слухи о неблагополучии ряда американских ипотечных банков, которые были особенно активны на рынке нестандартных кредитов. Вслед за этим возникли проблемы с привлечением финансирования у специальных компаний (SIV), которые стали публиковать информацию о резко возросшем уровне просрочек заемщиков по платежам. Появились первые дефолты, и в середине августа 2007 г. котировки многих ценных бумаг, привязанных к нестандартным кредитам, рухнули. Банки начали производить корректировку своих активов по упавшим ценам и фиксировать многомиллиардные убытки. Поскольку никто из участников рынка не стремился сразу «добросовестно раскаяться» и продемонстрировать весь объем потенциальных рисков, то на американском, а вслед за ним и на европейском межбанковских рынках воцарилась хорошо знакомая российским банкирам обстановка тотального взаимного недоверия. Ставки на межбанковском рынке резко пошли вверх, многие банки и финансовые компании оказались не способными привлечь новые кредиты в тот момент, когда старые нужно было гасить. Наиболее ярким представителем этой группы стал банк Northern Rock, бизнес-

модель которого предусматривала агрессивное наращивание портфеля ипотечных кредитов, при том что 80% пассивов банка составляли заимствования на финансовом рынке.

Но даже в этот момент ни в Америке, ни в Европе регуляторы особенно не беспокоились. ФРС посчитала, что резкое снижение процентных ставок и открытие дополнительных «окон» по кредитованию окажет достаточную поддержку финансовому сектору и позволит ему преодолеть кризис. Все заявления того времени были в духе «ну, квартал, другой и ситуация нормализуется».

Не нормализовалась. Цены на американскую недвижимость продолжали снижаться, а объем просрочек по нестандартным кредитам расти. Цены на производные от этих кредитов ценные бумаги тоже падали, банки вынуждены были фиксировать всевозрастающие убытки, более того, им пришлось брать на себя обязательства тех самых специальных компаний, которые долгое время помогали им расчищать свой баланс. С начала 2008 г. как снежный ком стали нарастать проблемы инвестбанка Bear Sterns — одного из лидеров на рынке секьюритизации ипотечных кредитов. Здесь нужно сказать, что все американские инвестбанки, не имея устойчивой и значимой по объемам опоры в виде депозитов населения, проводили гораздо более агрессивную инвестиционную политику, нежели коммерческие банки, активно заимствуя средства на финансовом рынке. Так, если в среднем соотношение капитала к активам у коммерческих банков было 1:11, то у инвестбанков 1:25—1:35, то есть их устойчивость самым решительным образом зависела от возможностей привлекать средства на финансовых рынках.

Надо сказать, что у коллег Bear Sterns на него был «зуб», появившийся в 1998 г., когда этот банк отказался участвовать в пуле, созданном для преодоления кризиса хедж-фонда LTCM. Поэтому, когда Bear Sterns начал «покачиваться», коллеги злорадно смотрели на него, приговаривая: «Ну-ну, покажите, как вы самостоятельно будете решать свои проблемы». А решить их оказалось невозможно — снижение цен на заложенные под кредиты активы требовало продажи активов, что еще больше снижало их цену. В ответ на это кредиторы перестали возобновлять свои кредитные линии, что привело к еще большей продаже активов. Понятно, что такая история не могла продолжаться долго — Bear Sterns был продан по дешевке. Проблемы, с которыми столкнулся этот банк, настолько сильно шокировали его менеджмент, что тот даже не особо торговался с покупателями — JPMorganChase — и согласился на цену в 2 доллара за акцию, хотя уже через несколько дней покупатели, встретив сопротивление акционеров, повысили цену в 5 (!) раз.

Но, похоже, даже это эпизод не сильно взволновал американские финансовые власти. И хотя фразы о скором завершении кризиса звучали уже не столь регулярно, никакого разговора о более масштабных действиях со стороны властей не было.

Резкое обострение кризиса произошло в августе—сентябре 2008 г., когда окончательно подтвердилось, что два ипотечных агентства — Fannie May и Freddie Mac лишились капитала. Для сохранения рынка их долговых обязательств, который по объему является вторым в мире после рынка обязательств американского казначейства (более 6 трлн

долл.) и традиционно имел рейтинг AAA (в него инвестировали практически все самые консервативные инвесторы, включая Центральный банк России), американские власти фактически национализировали эти компании, предоставив им 200 млрд долларов. Через несколько дней после этого, рухнул инвестбанк Lehman Brothers, не найдя покупателя. Его сотоварищ Merrill Lynch, являясь консультантом Lehman Brothers на переговорах с покупателями, как-то неожиданно осознал, что из роли консультанта ему нужно срочно превращаться в объект поглощения, и продался Bank of America. И практически одновременно с этим крупнейшая страховая компания в мире — AIG начала терять доверие кредиторов и оказалась на грани банкротства, от которого ее спасла опять-таки лишь фактическая национализация.

Можно с большой долей уверенности говорить о том, что такое развитие событий оказалось полной неожиданностью для американских властей. Иначе трудно объяснить, на основании чего AIG, не являющаяся банковской организаций, получила кредит от ФРС. Но здесь американцам было не до таких мелочей: они поняли, что пожар проник в самую сердцевину финансового сектора, и страна реально столкнулась с угрозой его полного паралича и разрушения. Буквально в течение нескольких дней (если не часов) американская администрация выработала «план Полсона», изначально предусматривавший выкуп государством у банков тех самых нестандартных кредитов, которые достаточно быстро подточили основу практически всех финансовых институтов, а потом он был расширен за счет предоставления Минфину США возможности направлять средства непосредственно в капитал американских банков, приобретая их акции.

Следует подчеркнуть, что именно в этот момент у западных финансовых лидеров и международных институтов сформировалась единая точка зрения на происходящее и ими были определены способы решения возникших проблем, то есть был поставлен диагноз и определены методы лечения. В качестве главной угрозы, с которой сегодня пытаются бороться финансовые власти западного мира, выступает угроза резкого кредитного сжатия для всей мировой экономики. За время кризиса мировая банковская система потеряла значительную часть своего капитала. Совокупные потери банков в мире на сегодняшний день составили свыше 800 млрд долл., компенсировать же эти потери за счет привлечения нового капитала удалось лишь наполовину. Если предположить, что уровень достаточности капитала в среднем для банков составляет примерно 10% и, согласно Базельским стандартам, он не должен снижаться, то это означает, что совокупный объем кредитов, выданных банками, должен сократиться на фантастическую величину — 4 трлн долл. Даже если не принимать во внимание потери, приходящиеся на инвестбанки, сделать скидку на возможную продажу банками своих активов, на консолидацию банковского сектора, все равно, похоже, объем кредитов, выданных банками развитых стран, должен сократиться на 2—2,5 трлн долл.. Если же согласиться с МВФ, который считает, что суммарные потери банков могут возрасти более чем вдвое — до 1,6 трлн долл., то масштаб кредитного сжатия станет катастрофическим и для американской, и для всей мировой экономики.

В такой ситуации следует признать, что для США и для европейских стран важнейшая задача — как можно быстрее восстановить совокупный капитал банковской системы. Сделать это на «рыночных условиях» сегодня будет крайне тяжело, так как привлекательность вложений в банковский сектор продолжает падать, и именно поэтому прямые вложения западных государств в капитал банков, видимо, остаются единственно возможным рецептом (при всех его недостатках).

Несомненно, в США в ближайшее же время на повестку дня встанет вопрос о внесении изменений в практику банковского надзора, оценку банковских рисков, учет операций с производными инструментами. Но, думается, эти проблемы будут решаться в менее «пожарном» порядке.

Европа страдает, но меньше

После затяжных дискуссий и попыток противостоять кризису в одиночку лидеры стран, входящих в Европейский союз, договорились о согласованных принципах и действиях по преодолению кризиса в банковском секторе Европы. К середине октября угроза резкого кредитного сжатия стала очевидной для всех. Главный рецепт Америки — вливание средств в капитал банковской системы — был принят и в Европе.

Весьма болезненным нынешний кризис оказался для тех европейских банков, которые строили свою бизнес-модель на постоянном привлечении финансирования с рынков, особенно с межбанковского рынка краткосрочных кредитов. Именно по такой модели был построен бизнес в Northern Rock и HBOS. Атмосфера взаимного недоверия мгновенно распространилась из Америки в Европу (и, кстати, далее в Россию): сначала банки резко подняли ставки взаимного кредитования, а вскоре оказалось, что многие банки не могут привлечь деньги ни на каких условиях. «Масла в огонь» подлило снижение цен на недвижимость, которое было наиболее существенным в Англии и в Испании, куда английские банки и компании вкладывали капитал очень активно. А дальше — все тот же путь: падение стоимости активов влечет за собой margin call (необходимость внесения дополнительных залогов кредитору), все активы заложены и деньги можно получить, продав активы, что приводит к дальнейшему падению цен на них.

Вместе с тем несомненно, что кризис в меньшей степени затронул европейские банки, чем американские. Остаться в стороне они не могли: американские банки через секьюритизацию переложили риски нестандартных ипотечных кредитов на широчайший слой инвесторов, а европейские банки выступили одними из крупнейших покупателей этих ценных бумаг. Отсюда убытки Deutsche Bank, UBS, Fortis, Dexia и многих других. Однако система ипотечного кредитования в Европе принципиально отличается от американской тем, что в Европе должник отвечает перед кредитором всем своим имуществом, а не только первоначальным взносом, как в Америке. Да и выдача нестандартных ипотечных кредитов не имела в Европе того масштаба, как в Америке.

Но есть в Европе и свои проблемы. Главная из них — множественность юрисдикций. При всех плюсах объединения Европейский

союз по-прежнему остается всего лишь объединением 27 стран, каждая из которых руководствуется собственным законодательством, а банки и компании из других стран ЕС, хотя и пользуются всеми правами резидентов, все же являются «персонами второго сорта». Наиболее четко это проявилось в двух моментах. Во-первых, кризис недоверия на межбанковском рынке Европы оказался более болезненным, чем в Америке. Трудно понять реальное положение дел в банке, находящемся на соседней улице, но практически невозможно разобраться в реальном положении дел банка соседней страны. Во-вторых, наличие различных юрисдикций и понимание того, что преодоление кризиса в определенной мере является «игрой с нулевой суммой», означают, что можно облегчить положение у себя в стране за счет ухудшения ситуации у соседей. Наиболее ярким примером стало чередование решений относительно верхнего предела гарантирования вкладов физических лиц. Как только первая страна (Ирландия) приняла решение о полной гарантии вкладов, многие европейские страны почувствовали сильнейший отток частных депозитов и вынуждены были либо повысить свои уровни гарантий, либо ввести по аналогии полное гарантирование частных вкладов.

Корни российского кризиса

Упрощенный подход к анализу российского финансового кризиса и перекладывание всей вины и ответственности на внешние факторы потенциально может сыграть злую шутку с российской экономикой. Без исчерпывающего анализа причин и механизмов развития российского финансового кризиса власти будут принимать неэффективные меры, а адекватные решения выработаны не будут. Кроме того, крайне важно, чтобы все экономические субъекты правильно оценивали динамику ситуации и вносили необходимые коррективы в свои ожидания и поведение.

Бесспорно, кризис на западных финансовых рынках послужил толчком к развитию кризисного процесса в России, однако представляется, что причины российского кризиса иные, нежели кризиса в финансовом секторе США. Сегодня можно констатировать, что финансовый кризис в России реализуется в трех основных плоскостях: потеря части капитала банковской системой и возможное кредитное сжатие; падение цен на нефть и связанное с этим «охлаждение» российской экономики; перегруженность российской экономики краткосрочными внешними займами при невозможности их рефинансирования. Рассмотрим их последовательно.

Угроза кредитного сжатия. За период с 1 августа по 25 октября 2008 г., если судить по индексу РТС, котировки российских акций упали почти в 4 раза (549 пунктов против 1996). Российские банки практически не понесли потерь от ипотечных ценных бумаг, которые они не приобретали как низкодоходные, а все западные финансовые институты, напротив, считали их высокодоходными, и для них потери банковской системы от падения фондового рынка оказались весьма значительными. По состоянию на 1 августа 2008 г. российские банки имели существенные вложения как в федеральные, региональные и корпоративные долговые ценные бумаги, так и в акции российских компаний — 1,4 трлн руб.

и 230 млрд руб. соответственно. Если предположить, что стоимость долговых бумаг снизилась после этого на 2—7% (в зависимости от категории эмитента), а стоимость вложений в акции изменилась в соответствии с динамикой индекса РТС, то (при разных гипотезах об объемах продаж ценных бумаг) получается, что прямые суммарные потери российских банков за август—октябрь могут оцениваться в 200—250 млрд руб., или примерно 7—8% совокупного капитала банковской системы.

Вполне оправданно предположить, что косвенные потери российских банков, связанные с падением фондового рынка[2], могут составить 50—70% величины прямых потерь. Таким образом, суммарные потери российских банков за три месяца будут исчисляться суммой в 300—350 млрд руб., или в 10—12% совокупного капитала банковской системы. С учетом 10-процентного норматива достаточности банковского капитала это означает, что банковские активы могут сократиться на сумму до 3,5 трлн руб. Если половина этого сокращения произойдет за счет снижения объемов выданных кредитов, то, следовательно, сумма последних должна сократиться на 10%.

Острой проблемой для российских банков может стать невозврат полученных кредитов российскими заемщиками, что потребует от банков повышения уровня рисков и резервирования на покрытие возможных убытков. Это означает, что банки должны будут размещать бо́льшую долю своих активов в наименее рисковые инструменты за счет сокращения вложений с более высоким уровнем риска, то есть сокращения того же самого кредитного портфеля.

«Охлаждение» российской экономики. Российская экономика в последние годы демонстрировала все признаки «голландской болезни». Рост реального обменного курса национальной валюты за счет увеличения объемов экспорта одних отраслей, что оказывает негативное воздействие на другие отрасли и на экономику в целом. Следствием «голландской болезни» является перенаправление производственных ресурсов из промышленности в сырьевой сектор, а также сектор услуг. Кроме того, укрепление национальной валюты усиливает приток капитала в страну, что «разогревает» потребительский спрос, однако негативный результат укрепления валюты в том, что ускоряется инфляция.

В качестве еще одного доказательства может служить тот факт, что практически $^2/_3$ прироста ВВП в первом полугодии 2008 г. было получено в секторах, непосредственно связанных либо с благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой (импорт и сырьевой экспорт), либо в секторах, развитие которых опиралось на интенсивные заимствования (финансовая деятельность, строительство и операции с недвижимостью), о чем свидетельствуют данные таблицы.

---

[2] Основная масса косвенных потерь могла возникнуть в связи с тем, что банки (так же, как и компании корпоративного сектора) использовали часть принадлежащих им ценных бумаг в качестве залогов при получении кредитов в иностранных банках. В случае неспособности своевременно погасить полученные займы потери банков от утраты залога должны превысить суммы привлеченных займов. С другой стороны, российские банки активно кредитовали российских клиентов под залог российских же ценных бумаг. При невозврате кредитов заемщиками банки становились собственниками портфелей ценных бумаг, которые невозможно было реализовать на рынке из-за отсутствия спроса. Следовательно, все убытки от дальнейшего падения цен должны отразиться на результатах финансовой деятельности банков-кредиторов.

Таблица

Структура ВВП и прироста ВВП России в первом полугодии 2008 г. *(в %)*

	ВВП	Прирост
Конъюнктурные отрасли	60,0	64,4
Добыча полезных ископаемых	9,3	10,5
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования*	17,9	18,4
Финансовая деятельность	4,0	3,7
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	8,4	6,5
Строительство	5,4	7,0
Чистые налоги на продукты**	15,1	18,3
Остальные сектора	31,0	29,0
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	2,8	3,5
Рыболовство, рыбоводство	0,2	0,2
Обрабатывающие производства***	17,1	16,7
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	2,2	1,3
Гостиницы и рестораны	0,8	0,7
Транспорт и связь	8,0	6,6
Услуги государства	11,5	9,9
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	4,4	3,3
Образование	2,4	2,3
Здравоохранение и предоставление социальных услуг	3,0	2,8
Предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	1,7	1,4
Косвенно измеряемые услуги финансового посредничества	–2,5	–3,3

* Отнесение данной категории в группу «конъюнктурных отраслей» связано с тем, что в неё включаются все российские холдинговые компании, на балансе которых отражаются основные доходы от сырьевого экспорта.

** Отнесение данной категории в группу «конъюнктурных отраслей» связано с тем, что, по нашему мнению, в ней отражаются налоги на быстрорастущий импорт. Простой расчет показывает, что 15%-ная пошлина и 18%-ный НДС на прирост импорта в первом полугодии 2008 г. по сравнению с аналогичным периодом 2007 г. эквивалентны 80% от прироста «чистых налогов на продукты» за этот же период времени.

*** Стоит предположить, что в данной категории существенное место занимают предприятия, непосредственно связанные с экспортом продукции неглубокой переработки сырья (металлургия, химия), которые правильнее было бы отнести к «конъюнктурным отраслям».

Источники: Госкомстат России (http://www.gks.ru/bgd/free/b01_19/IssWWW.exe/Stg/d000/i000650r.htm), расчеты автора.

Такая структура экономики и источников ее роста означает, что радикальное изменение внешнеэкономической конъюнктуры (падение сырьевых цен и спроса на сырьевые товары) и фактическое закрытие мировых рынков капитала, в том числе и для российских заемщиков, могут привести к чрезвычайно «жесткой посадке» российской экономики. Если предположить, что в конъюнктурных отраслях рост просто остановится (и не будет спада), а в остальных секторах он сохранится на уровне, достигнутом в первом полугодии 2008 г., то совокупные темпы роста российской экономики не превысят 2,5%.

Кризис внешнего долга. Со всей очевидностью Россия столкнулась с кризисом корпоративного внешнего долга. Это определит многие макроэкономические тенденции на ближайший период. Совокупный внешний

долг российских банков и компаний на конец третьего квартала 2008 г. превысил 510 млрд долл., из которых около 200 млрд являются краткосрочными, то есть подлежащими погашению до конца 2009 г.

Безусловно, кредит — необходимая поддержка развития любого бизнеса, и было бы нелепо требовать от российских компаний не прибегать к внешним займам, тем более что российские банки не в состоянии дать заемщикам ни крупные, ни длинные кредиты. А именно такие займы нужны, когда речь идет о сделках по поглощениям, особенно зарубежным, когда экономические результаты от приобретений откладываются на годы, да и норма прибыли на развитых рынках, куда активно рвутся российские компании, существенно ниже, чем в России. Но то, с какой «яростью» российские компании набросились на внешние займы, поражает воображение: на начало 2005 г. корпоративный внешний долг составлял немногим более 100 млрд долл., к середине 2006 г. едва перевалил за 200 млрд, но уже к середине 2007 г. приблизился к 350 млрд, а к середине 2008 г. вплотную подошел к 500 млрд (см. рис.).

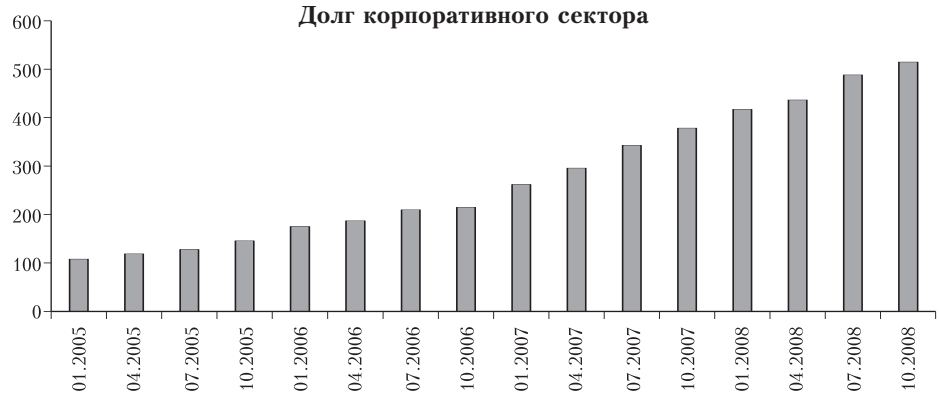

Рис.

В какой-то мере ситуация с наращиванием внешнего долга напоминает те механизмы, которые работали на американском ипотечном рынке до начала кризиса. Там все прогнозы и оценки делались с учетом гипотезы о постоянном росте цен на недвижимость и стабильности процентных ставок, у нас — с верой в то, что короткие долги всегда можно будет рефинансировать, что фондовый рынок не может снижаться, что российская экономика является островом стабильности в бушующем океане финансового кризиса.

И точно так же, как американская ФРС спокойно взирала на надувание «пузыря» на рынке недвижимости и разбухание балансов банков от нестандартных ипотечных кредитов и их производных, точно так же российские Минфин РФ и Центробанк спокойно взирали на взрывоопасный рост корпоративного долга. Уже год назад было ясно, что благополучие российской экономики стало полностью зависеть от стабильно высоких цен на нефть и устойчивости притока капитала. Но осенью 2008 г. обе эти опоры рухнули.

Кому-то может показаться, что российские власти нашли рецепт борьбы с этой проблемой, приняв решение перекредитовать российских

заемщиков за счет валютных резервов Центрального банка. Но уже сейчас очевидно, что озвученных 50 млрд долл. на всех не хватит: объем заявок, свалившихся в ВЭБ еще до принятия закона, превысил эту сумму. Но самое главное: этот рецепт не позволяет надеяться на окончательное решение проблемы: через год, в конце 2009 г. — начале 2010 г., полученные от ВЭБ кредиты нужно будет гасить.

Если мировые кредитные рынки не откроются вновь для российских заемщиков, то погашение внешнего долга будет осуществляться за счет либо «проедания» накопленных национальных сбережений (не важно, будут ли это валютные резервы Центрального банка, средства Резервного фонда или Фонда национального благосостояния, находящихся под управлением Минфина), либо существенного повышения нормы внутренних сбережений и сокращения уровня текущего потребления. Первый путь не заставит российские власти принять содержательные решения в рамках проводимой экономической политики, но при этом будет чреват долгосрочными макроэкономическими угрозами. Второй путь потребует радикальных изменений в проводимой макроэкономической политике, а именно снижения инфляции и достижения уровня положительных реальных процентных ставок.

Возможные сценарии

Российские власти вынуждены реагировать на развивающийся финансовый кризис. Учитывая с высокой степенью вероятности, что трудная фаза мирового кризиса, в течение которой кредитные рынки не будут восстановлены в полном объеме, продлится весь 2009 год, то и властям, и экономике, и населению следует готовиться к серьезным испытаниям. От того, насколько правильными и адекватными будут действия российских властей при наличии тех негативных тенденций, о которых говорилось выше (экономический спад, кредитное сжатие, дефицитный бюджет, кризис корпоративного внешнего долга), будет зависеть стабильность экономики, которая была ей присуща в последние годы.

Практически российским властям неизбежно придется решительно пересмотреть принципы макроэкономической политики и те цели, которые будут перед ней ставиться. Если в последние годы в цепочке «экономический рост—инфляция—курс рубля» приоритетом для властей являлись темпы экономического роста (благо стабильность курса рубля поддерживалась растущими ценами на экспортируемое сырье), то сегодня предстоит понять, что из этих трех параметров государство в лучшем случае сможет регулировать лишь один.

На наш взгляд, меньше всего шанс сохранить высокие темпы экономического роста. Структура современной российской экономики, о чем говорилось выше, не содержит тех «очагов роста», на которые можно было бы возложить надежды в кризисный период. Доминирующее положение «конъюнктурных отраслей» и резкое ухудшение внешней конъюнктуры сырьевых цен и финансовых рынков делает практически неизбежным резкое замедление экономического роста в России, а возможно, и переход в состояние рецессии. Планы правительства по

оказанию прямой кредитной поддержки ключевым для экономического роста (с точки зрения правительства) секторам — строительство и розничная торговля — безусловно, могут сыграть определенную роль, не дав им резко «провалиться». Но для сохранения темпов экономического роста мало лишь не допустить провала в этих секторах — необходимо «удержать» сложившийся в докризисное время рост, чего вряд ли можно достичь даже при полной реализации принятых и объявленных мер.

Более высока вероятность того, что анитикризисные действия российских властей, которые во многом оборачиваются интенсивным наращиванием рублевой ливидности в экономике, не будучи достаточными для поддержания темпов роста, окажут сильное дестабилизирующее влияния на два оставшихся параметра — инфляцию и курс рубля. Хотя теоретически снижение темпов роста должно сдерживать инфляцию, представляется, что в сложившихся в России условиях инфляция в значительной мере подпитывается ожиданиями, которые еще в предкризисный период сформировали растущий ценовой тренд.

Несомненно будет обречена на провал политика поддержания курса рубля в случае продолжения интенсивного накачивания банковской системы рублевой ликвидностью, а без этого трудно обойтись, поскольку традиционные каналы наращивания денежного предложения через покупку Банком России иностранной валюты не будут работать в ближайшее время. Опыт и России, и других стран с переходными экономиками наглядно демонстрирует, что в такой ситуации значительная часть прироста денежного предложения будет довольно быстро конвертироваться в иностранную валюту и вести к сокращению валютных резервов. Сегодня их объем еще кажется более чем достаточным для сохранения макроэкономической стабильности, но если вспомнить об угрозе интенсивного оттока капитала за счет выплаты корпоративных внешних долгов, то можно предположить, что в случае затяжного характера кризиса на мировых кредитных рынках положение может очень быстро измениться.

Думается, что в такой обстановке наиболее рациональной целью для российских властей могло бы стать решительное снижение инфляции до уровня, считающегося в современной экономике нормальным — 3% в год. Достижение этой цели может, с одной стороны, еще больше снизить темпы экономического роста, хотя их снижение и так объективно неизбежно, с другой — кардинально оздоровить экономику, сделать для населения привлекательными долгосрочные сбережения, а инвестиционные планы предприятий — реалистичными и обоснованными.

Понятно, что в условиях текущего кризиса, во-первых, нельзя надеяться на сохранение сложившейся модели развития экономики, а любые попытки сделать это будут лишь усугублять кризисные процессы. Во-вторых, российский финансовый кризис образца 2008 года с высокой вероятностью будет носить затяжной характер, и необходимыми, но не достаточными условиями его завершения станут преодоление кризиса мировой финансовый системы и выход мировой экономики из состояния рецессии. Достаточными для преодоления кризиса могут стать только действия российских властей, которые должны опираться на тщательный и беспристрастный анализ ситуации и аккуратный выбор мер экономической политики, которые будут реализовываться в это непростое время.