

*О.Дж. Товтвань,
И.И. Шокин,
Ч.И. Хватов*

**ДЕНЕЖНО-БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА
РОССИИ В УСЛОВИЯХ ОБОСТРЕНИЯ
ВНЕШНИХ РИСКОВ И УГРОЗ:
ОСОБЕННОСТИ И ПРИОРИТЕТЫ РАЗВИТИЯ¹**

Вводные замечания. Необходимость ускорения экономического роста в России в настоящее время, пожалуй, общепризнана в экспертном сообществе. Однако мнения относительно мер, способных изменить ситуацию в лучшем, – крайне поляризованы. На наш взгляд, нет нужды в подробном представлении имеющихся подходов – они должны быть хорошо знакомы читателям. В то же время, для позиционирования нашей точки зрения в исследовательском поле уместно кратко остановиться на их характерных чертах.

Наиболее распространенными являются две точки зрения в отношении политики финансирования экономического роста, различающиеся, прежде всего, концептуальными обоснованиями. Одна точка зрения основывается на равновесной концепции (жесткий баланс спроса на финансовые ресурсы, их предложения и процентной ставки), ориентированной, в первую очередь, на стабилизацию цен и снижение инфляции; другая предполагает повышение доступности финансовых ресурсов для экономики (в существенной мере за счет эмиссии) с целью стимулирования роста (модифицированный аналог политики количественного ослабления).

Соответственно, в первом случае основным инструментом денежной политики являются процентные ставки (стоимость кредита). Уровень ставок – своего рода «цена отсечения» части потенциальных заемщиков (и стимул для сбережений в противовес текущему потреблению). Предполагается, что заемные средства

¹ Работа выполнена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда в рамках проекта № 15-02-00450 «Интенсификация банковского кредита для обеспечения экономического роста: комплекс мер структурного и функционального развития банковского сектора».

остаются доступными для наиболее эффективных заемщиков. Объективные отраслевые различия в скорости оборота капитала, масштабах бизнеса, сроках окупаемости инвестиций в рамках данной концепции практически игнорируются.

В результате, как правило, порог процентных ставок оказывается преодолимым для предприятий отнюдь не любой отраслевой принадлежности, а для предприятий отраслей с наиболее быстрым оборотом капитала (вне зависимости от эффективности конкретного предприятия). Соответственно, такие отрасли, как, например, торговля и сфера услуг оказываются в приоритетном положении; строительство или тяжелое машиностроение (а это фондосоздающие отрасли) заведомо оказываются не в состоянии преодолеть барьер вхождения на рынок.

Не уделяется должного внимания и тому факту, что финансовые рынки – это не просто рынки товаров или услуг. Это рынки обязательств. В этом состоит отличие от сделок, имеющих объектом товар или услугу, которые оплачиваются покупателем, как правило, одновременно и могут быть потреблены покупателем немедленно и по его усмотрению.

Рынки любых обязательств – это всегда рынки «с последствием». Обязательства всегда имеют ту или иную продолжительность. Готовность потенциального покупателя финансовой услуги (заемщика) взять кредит сегодня не означает его способности выполнить обязательства перед кредитором в будущем. Рынок обязательств – это не только перераспределение финансовых ресурсов. Одновременно это и рынок перераспределения рисков. Соответственно, установление равновесия между спросом и предложением на финансовом рынке достигается не только и в российском случае, пожалуй, не столько изменением процентных ставок, сколько регулированием барьеров входа на рынок. Повышение общего уровня неопределенности в условиях санкций и, соответственно, уровня рисков повышают и барьеры входа потенциальных заемщиков на рынок, что оказывает значимое дополнительное рестриктивное воздействие на экономический рост.

Концепция (логическая модель), основанная на традиционной равновесной концепции, весьма ограниченно применима для российского финансового рынка. Спрос может отражать потребности нефинансового сектора в ресурсах развития в среднесрочной и в долгосрочной перспективе только при наличии эффективных

механизмов кредитной селекции, да и то в основном лишь в периоды стационарного развития.

Данное обстоятельство нередко служит основой для формирования концепций стимулирования роста с помощью политики, определяемой как политика «денежного ослабления». Ключевой логической посылкой в данном случае является тезис о наличии и эффективности (первоочередной значимости) финансового ограничения роста. В условиях санкций ужесточение финансовых ограничений за счет отсекающих источников внешних заимствований достаточно очевидно. Столь же очевидным является желание заместить внешние заимствования бизнеса заимствованиями на внутреннем рынке.

Переключение на режим заимствований из внутренних источников создает дополнительные риски для денежно-финансовой системы – риски перенасыщения экономики ликвидностью. Такое перенасыщение может быть, как абсолютным, что неизбежно приведет к усилению инфляционных процессов, так и относительным, то есть финансирование будет в конечном итоге направлено тем субъектам хозяйственной деятельности, которые не смогут наиболее эффективно использовать денежные средства, более того, для которых бюджетное ограничение на развитие не является критичным.

В условиях дополнительных ограничений возможностей финансирования бизнеса, обусловленных санкциями, главная проблема состоит не в масштабах генерирования внутренних ресурсов, а в необходимости изменения механизмов их перераспределения. Адресность перераспределения приобретает большее значение, нежели объем ресурсов как таковой. Общее повышение ликвидности экономики целесообразно лишь по мере совершенствования институтов и инструментов финансового перераспределения (изменения финансовой структуры экономики), а на это, к сожалению, нужно время.

Повысить направленность перераспределения денежных средств можно отнюдь не только методами так называемого «ручного управления». Например, хорошо проработанным и широко используемым инструментом адресного распределения финансовых ресурсов является проектное финансирование. Принципиальное отличие от наиболее распространенных схем распределения кредитных ресурсов в случае проектного финансирования состоит в том, что осуществляется не селекция заемщиков, а селекция проектов. Критерии принятия рисков кредитором также существенно меняются: надежность заемщика заменяется надежностью проек-

та. Проекты, оцениваемые как перспективные, могут осуществляться в отраслях с любой скоростью оборота капитала, субъектами разного масштаба (от малого бизнеса до крупнейшего).

Макроэкономические риски, то есть риски массового недостаточно эффективного использования заемных средств, усиления инфляционных процессов, усиления структурных диспропорций, в случае применения проектного подхода сводятся к минимуму.

Преимущества перехода от финансирования субъектов хозяйствования к проектному финансированию достаточно хорошо известны. Тем не менее, проектное финансирование до настоящего времени не получило широкого распространения – доминирующим подходом является финансирование субъектов. Вероятно, причиной сохранения такой ситуации является инерция и стереотипность действий финансового сектора и курирующих деятельность этого сектора органов государственного управления. Однако стереотипы, сформированные в ситуации, когда «все хорошо», в ситуации стабильности и перспектив умеренного роста, как правило, оказываются малоэффективными в кризисных условиях.

Ориентация на селекцию проектов в условиях санкций является фактически вынужденной. Традиционные (стереотипные) схемы действий не только не будут способствовать выходу из спада, но и будут увеличивать его глубину и продолжительность ввиду своей неэффективности. Правда, массовое масштабное использование проектного финансирования требует создания определенного институционального и инструментального обеспечения. Видимо изначально следует рассматривать варианты точечного использования, но и точечное применение может быть результативным, а кроме того позволит проработать соответствующие процедуры для массового использования.

Тенденции развития международной финансовой ситуации и перспективы российских финансов. Современные тенденции развития финансовой ситуации на глобальном уровне связаны с относительным укреплением ведущих мировых валют (в первую очередь – американского доллара), с оттоком финансовых ресурсов с развивающихся рынков.

Санкции усугубляют указанную ситуацию для России, но не меняют ее сути.

Прежде, чем детально анализировать развитие финансовой ситуации в России в условиях санкций, кратко охарактеризуем об-

щие финансовые тенденции мирового рынка. На рис. 1 представлена динамика мирового трансграничного кредита (суммарный внешний долг стран мира, включая как государственный, так и частный сектор)².

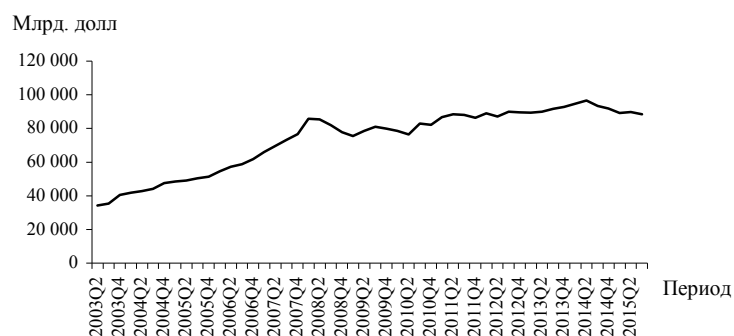


Рис. 1. Динамика совокупного внешнего долга стран мира

На рис. 1. видно, что, начиная с 2003 г. по 2-й квартал 2008 г. объемы трансграничных кредитов в мире выросли более чем в 2,5 раза. В течение же аналогичного по продолжительности периода после II кв. 2008 г. международный долговой рынок практически остановился в своем развитии. Период 2002-2007 гг. — это очень хороший период для мировой экономики с точки зрения экономического роста. Благодаря ускоренному развитию межстранового финансирования и соответствующего снятия финансовых ограничений высокими темпами развивалась и мировая торговля. Во многом именно ускоренное развитие интернационализации мировой экономики в условиях мягких финансовых ограничений принесло высокие темпы роста: интернационализация помогала эффективному размещению ресурсов, технологий и труда по различным национальным экономикам. Мягкие финансовые ограничения позволяли Индии, Индонезии, Турции, Брази-

² За основу взята информация Всемирного Банка (<http://data.worldbank.org>) по странам, предоставляющим данные по стандарту SDDS, которая была дополнена из других источников, например, для Китая из отчетности по стандарту GDDS и национальной статистики. Конечно, обеспечение 100-процентного охвата трансграничных кредитных операций представляется невозможным, но и достигнутые 95-99% по объему операций — это вполне репрезентативная выборка. Информация охватывает межстрановое финансирование через долговые инструменты и не включает финансирование через участие в капитале.

лии, России и др. эффективно использовать ресурсы и технологии из других стран. Но, начиная с 2008 г., наблюдается сворачивание процессов интернационализации: консервативная позиция основных инвесторов, «бегство от рисков», сокращение чистого импорта США, «финансовая консолидация» в Европе – все это способствовало испарению ликвидности с мирового рынка трансграничного финансирования.

Но, для Индонезии, Бразилии, Турции, Индии, как, впрочем, и для Австралии, Канады и Мексики, сворачивание трансграничного финансирования — в принципе аналогично финансовым санкциям, применяемым сейчас к России. Другие формы ограничений, другой масштаб, но по сути это аналогичные ограничения.

Заметим, что для частных российских банков и в меньшей мере для негосударственных компаний нефинансового сектора ухудшение условий внешнего финансирования наблюдается с середины 2011 г.

Ухудшение условий внешнего финансирования неравномерно распределяется между национальными экономиками и, пожалуй, с введением санкций Россия попала в наихудшие условия, но отметим, что в настоящее время и в среднесрочной перспективе снижение темпов интернационализации мировой экономики во многом предопределено. Это означает, что и отмена санкций не снимет задачи реструктуризации процессов финансирования экономического роста в России. Причем вряд ли можно надеяться, что «ценовая стабильность» – это достаточное условие для решения этой задачи. Финансовая сфера в России нуждается в структурном реформировании: в настоящее время она не только излишне зависима от внешнего финансирования в части инвестиций, но при этом и в части развития внутреннего кредита во многом опирается на внешние заимствования.

Исследования, связанные с оценкой влияния международных финансов на российскую экономику и, в более узком плане, финансовых факторов на нефтяные цены (важнейший внешний фактор экономического роста и валютного курса в России), в последние годы достаточно многочисленны. При этом в доминирующей части они направлены на «демонизацию» финансового влияния на нефтяной рынок. В наиболее общем (возможно, несколько утрированном) виде речь идет о том, что интеграция финансового и нефтяного рынка привносит на последний «спекулятивный» мотив, заметно отклоняющий рыночную цену от некоторого «правильного» уровня (определяемого из анализа тенденций спроса и предложения на нефть).

В целом нельзя не согласиться с тем, что интеграция с финансовым рынком привносит на нефтяной рынок нечто новое. Но – не следует сводить финансовое влияние к «зловредному» спекулятивному мотиву и уж тем более однозначно негативно трактовать это влияние.

Вообще говоря, в рамках предположений о рациональном поведении и рациональных ожиданиях экономических агентов (именно на такой аксиоматике и построены традиционные ценовые модели спроса и предложения) рациональные финансовые мотивы не должны вступать в противоречие с рациональными мотивами нефинансового сектора. При этом нам совсем не кажется, что производители и потребители нефти более рациональны в своем экономическом поведении, нежели представители финансового сектора, или, что финансовая сфера более подвержена нарушениям рынка, чем реальный сектор. Иначе говоря, рассматриваемая позиция содержит внутренние противоречия.

Отнюдь, не следует абсолютизировать рациональность в экономике. Экономическое поведение, на наш взгляд, достаточно часто и достаточно существенно отклоняется от рационального. Причем отклонения носят систематический характер, а не случайно распределены вокруг рациональности. Однако их можно структурировать, и они логически объяснимы, если не в экономических, то в психологических и социологических терминах.

На макроуровне это выражается в формировании устойчивых предпочтений к использованию тех или иных экономических институтов и инструментов, поведенческих стереотипов, шаблонов оценки и принятия решений. Наиболее успешные периоды развития экономики коррелируют с массовым использованием определенных поведенческих шаблонов. Конечно, практически всегда этому предшествует некая инновация, но, собственно, интенсификация развития экономики происходит лишь тогда, когда использование данной инновации в достаточной мере «обрастет» поведенческими стереотипами.

Экономическое поведение неоднородно во времени, оно меняется, в частности с изменением финансового состояния (или финансовой самооценки) основных экономических агентов, уровня неопределенности в экономике. Например, можно (и нужно) различать экономический пессимизм («бегство от рисков», избыточный консерватизм в инвестициях, крен на оптимизацию расходов зачастую в ущерб результатам) и экономический оптимизм («аппе-

тит к рискам», ориентация на максимизацию эффекта, зачастую с ослаблением контроля за затратами и т.п.): переход от одного к другому типу поведения кардинально меняет рыночную ситуацию.

В принципе классификация типов экономического поведения может быть существенно детализирована, но для нужд данного изложения достаточно и приведенного примитивного примера. Важно другое. Процесс внедрения инноваций (мы концентрировались на изучении финансовых инноваций, но, видимо, здесь возможны и более широкие обобщения) вполне логично увязывается со сменами типа поведения: нарастание оптимизма с ростом извлекаемого эффекта, и дальнейшее его снижение по мере исчерпания потенциала. Заметим, что поскольку финансовые инновации невозможно сначала проверить «на мышцах», соответственно, в начале их внедрения мы еще слабо представляем опасности массового использования и косвенные последствия, соответственно, как правило, есть еще и следующая стадия, опускающая экономическое поведение в зону пессимизма и требующая новых инноваций в части создания и отработки правил и условий безопасного использования эффекта нововведений.

Финансовые инновации различаются по масштабам: чаще всего это – локальные (частные) инновации, но случаются и инновации системообразующего (структурного) характера. К глобальным финансовым инновациям структурного характера можно отнести лишь три эпизода мировой экономической истории последних двух веков: создание двухуровневых банковских систем и, соответственно, обретение деньгами долгового характера во второй половине XIX в.; интеграция денежного и фондового рынков в 20-х годах XX в.; и нынешнее развитие рынка производных инструментов, которое нами интерпретируется, как создание самостоятельного рынка – «рынка рисков» – и его интеграцию в финансовую систему. Все эти инновации открывали возможности существенного ослабления финансовых ограничений экономической динамики. Во всех случаях ускоренное развитие заканчивалось широкомасштабным финансовым кризисом, преодоление которого затягивалось на весьма продолжительный период, в течение которого постепенно складывались навыки безопасного управления новыми институтами и инструментами.

В чем заключается роль развития рынка производных инструментов в развитии финансирования? Можно представить процесс

финансирования как набор фильтров, через которые просеиваются долги экономики, нуждающиеся в финансировании. Наверное, главный фильтр – ценовая кредитная селекция: уровень процентной ставки отсекает от финансирования менее эффективные проекты. Однако селекция по эффективности не позволяет отфильтровывать неблагонадежных заемщиков: в принципе в этом случае еще есть возможность покрытия риска залогами, гарантиями и т.д. Если и этот вариант не проходит – остается включить покрытие риска в процентную ставку. Но как бы высоко не поднялась ставка – она не позволит отфильтровать безнадежных банкротов, которые и не собираются платить по долгам, а лишь стремятся отсрочить неминуемый крах, хотя бы на срок кредита.

Поэтому, заметную часть проектов и заемщиков, находящихся в зоне высокой неопределенности и, соответственно, высокого риска, финансовый сектор просто исключает из рассмотрения. Это вполне могут быть и эффективные заемщики, просто финансовые агенты не могут их в достаточной мере «разглядеть». Развитие рынка деривативов позволяет отделить процессы управления рисками от процессов финансирования, что в свою очередь создает широкие возможности повышения эффективности управления рисками на основе специализации, пакетной обработки рисков и т.д. Но, по-видимому, пока только возможности, хотя в среднесрочном периоде и наблюдался заметный позитивный эффект. По существу, ситуация похожа на то, как будто мы получили автомобиль, который может ездить гораздо быстрее, чем тот, что был до него, но без подходящих тормозов и рулевого управления. Надо ли от него отказываться? На наш взгляд, правильнее – создать необходимые механизмы и научиться поворачивать и тормозить. Ведь никто не собирается отказываться от автомобильного транспорта в пользу гужевого из-за того, что последний более безопасен.

Желание оградить рынок «физической» нефти от «внешнего» финансового влияния, т.е. ограничить процессы межрыночной интеграции, – вряд ли плодотворно. На наш взгляд, как раз интеграция нефтяного и финансового рынков во многом способствовала масштабному росту финансирования нефтяной отрасли, и если инвестиционный эффект этого финансирования оказался недостаточно высок – здесь нет вины финансового сектора.

Влияние финансового сектора на нефтяные цены, на наш взгляд, проявляется в первую очередь с изменениями объема и структуры

предоставляемого экономике финансирования, которое в целом ряде случаев оказывает более существенное воздействие на спрос и предложение, чем прямые операции финансовых агентов на рынке нефти.

Следует кратко прокомментировать и постоянно тиражируемые оценки масштаба финансового «давления» на нефтяной рынок, которые сравнивают оборот форвардных контрактов на нефть с физическими объемами нефти. Конечно, это несколько корректнее, чем сравнение «литров» с «центнерами», но ненамного.

Отнюдь не следует идеализировать финансовый рынок, в том числе и в части взаимодействия с рынком нефти. Ему присуща избыточная инерционность, склонность к решениям, имеющим долгосрочный эффект, на основе краткосрочных трендов. Тем не менее, в интеграции рынков видно существенно больше плюсов, чем минусов.

На наш взгляд, динамика мировых цен на нефть в 2000-е годы вполне закономерна в финансовых условиях этого периода.

С финансовой точки зрения наиболее значимым явлением мировой экономической динамики 2000-х годов стало взрывное развитие интернационализации мировой экономики в 2002-2008 гг. Соответствующие процессы предопределили главные сегодняшние финансовые проблемы мирового развития и в дальнейшем будут накладывать отпечаток на мировую динамику, по крайней мере, до конца нынешнего десятилетия, но с высокой долей вероятности гораздо дольше.

Ускоренное развитие с середины 1990-х годов рынка производных финансовых инструментов предоставило экономическим агентам (в первую очередь – финансовым) широкий спектр новых инструментов покрытия рисков, что позволило освободить от соответствующих ограничений целый ряд направлений финансирования ранее имевших маргинальный характер. Хотя дальнейшее развитие событий и показало, что покрытие рисков, предоставляемое новым сегментом рынка, было во многом формальным и, по крайней мере, недостаточным, до 2008 г. (по разным странам и сегментам рынка точки перелома варьируются по времени с лета 2007 г. до осени 2008 г.) представлялось, что новые направления финансирования в достаточной мере защищены от негативного развития событий.

В частности, и в особенности, сказанное относится к бурному развитию трансграничного финансирования в 2002-2008 гг. (см. рис. 1). Развитие трансграничного финансирования способствовало росту внешнеторгового обмена, более эффективному межстрановому перераспределению ресурсов и, в итоге, ускорению мировой динамики.

С начала 2003 г. к концу I кв. 2008 г. суммарный внешний долг (нефинансовый частный сектор и государство) стран мира вырос более чем в 2,5 раза. Для сравнения мировой ВВП (в текущих долларах США) за тот же период возрос примерно в 1,6 раза. Иными словами, международные финансовые отношения в данный период развивались опережающими темпами по сравнению с ростом мировой экономики. Естественно, лидирующие позиции в заимствованиях на мировом рынке по-прежнему занимали ведущие мировые экономики (прежде всего, США, Великобритания и страны Еврзоны), но при этом, тем не менее, в течение указанного периода доля остального мира в привлечении долгового финансирования из-за рубежа демонстрировала возрастающую динамику.

Заметим, что изменение в структуре финансирования, само по себе является фактором изменения спроса. Например, что касается рынка нефти, то относительное перераспределение финансирования в пользу развивающихся стран (с учетом их более низкой энергоэффективности) увеличивает платежеспособный спрос на нефть: один доллар инвестиций в Индию увеличивает спрос на нефть в заметно большей степени, нежели доллар, инвестированный в США. Другими словами, расширение глобального кредита в существенной мере было связано с его относительным перераспределением в пользу развивающихся стран, снятие финансовых ограничений позволяло последним активно использовать внешние ресурсы и технологии, что заметно ускорило их рост, связанный с относительно более высокими энергозатратами, чем в развитых странах.

Ускоренный рост внешнего финансирования был сопряжен с вполне определенными изменениями в динамике и структуре внешнеторгового обмена, во многом вследствие достаточно специфичной курсовой динамики валют основных стран-участников международных финансовых отношений. Для большей части стран из числа крупнейших экономик мира ускоренное развитие международного финансового рынка обернулось заметным (часто – чрезвычайным) реальным укреплением национальной валюты (по отношению к доллару США). Финансовый приток с внешнего рынка повышал предложение валюты на внутреннем валютном рынке и, соответственно, способствовал укреплению национальной валюты. Укрепление валюты, в свою очередь, повышало привлекательность национальных экономик для внешнего инвестора.

Высочайшие темпы реального укрепления внутренней валюты демонстрировали (в порядке уменьшения темпов) Россия, Индонезия, Иран, Бразилия, Австралия, Турция, Испания (страны Еврозоны имеют единую валюту, но разную инфляцию), Канада, Мексика. В этих странах за указанный период произошло укрепление реального курса (4% и более в годовом исчислении). Умеренные темпы укрепления национальной валюты были характерны для Италии, Франции и Китая (около 3% в год). И только Япония (реальное ослабление), Великобритания, Южная Корея, Германия и Индия демонстрировали относительную стабильность национальной валюты (укрепление в пределах 2% в год).

Заслуживает внимания появление в последней группе стран Индии. В Индии в указанный период проводилась в существенных масштабах политика сдерживания курса рупии (значимые интервенции монетарных властей в национальной валюте, при этом – весьма неравномерные), что выражалось в заметном росте международных резервов (примерно в 3,5 раза с 2002 по 2008 г., более высокие темпы за указанный период среди 18-ти крупнейших стран имеют только Россия и Китай). Кроме того, есть основания полагать, что уже на начало рассматриваемого периода реальный курс рупии был завышен. Заметим, несколько забегая вперед, что в индийских условиях указанные меры (особенно, учитывая их высокую неравномерность по времени, а также базовый дисбаланс внутреннего валютного рынка) оказались недостаточными для предотвращения существенной девальвации рупии в последние 3 года.

Реальное укрепление национальных валют стимулировало ускоренный рост импорта, что в конечном итоге, выражалось в сокращении чистого экспорта (росте чистого импорта).

При этом относительно возрастала финансовая привлекательность соответствующих стран для иностранных инвесторов, что стимулировало дальнейший прирост внешнего финансирования и поддерживало дальнейшее укрепление национальных валют.

Отметим, что динамика основных показателей, характеризующих ускоренное развитие внешнеэкономических связей в начале 2000-х годов и до 2008 г., носила гладкий характер: ускорение интернационализации набирало темпы, постепенно находя баланс между материальными и финансовыми потоками.

Последующая динамика началась с резкой коррекцией объемов трансграничного финансирования в связи с переоценкой инве-

сторонами взятых на себя рисков. В результате, начиная с 2008 года, динамика основных показателей носит «пилообразный» характер, что говорит о том, что межстрановые материальные и финансовые потоки еще только «нащупывают» новый баланс. При этом тенденция изменения достаточно очевидна – стабилизация на минимальных приростах.

Общий объем мирового долгового рынка практически стабилизировался, темпы прироста составляют менее 1% в год. Вместе с тем ряд стран (среди крупнейших экономик это, в первую очередь, – страны БРИКС, Индонезия, Турция), сохраняют относительно высокие, хотя и снижающиеся темпы прироста внешних заимствований. Со стороны кредиторов такое послабление объясняется стремлением защитить инвестиции предыдущих лет либо поддержать собственный экспорт по стратегическим его направлениям. Подобные мотивы имеют тенденцию к ослаблению.

При этом торговые операции демонстрируют существенно более высокую инерцию, что сказывается на повышении давления на национальную валюту. Одновременно реакция монетарных властей, как правило, не отличается оперативностью и гибкостью. Долгое время последние сохраняли иллюзию, что завышенный реальный курс будет способствовать возобновлению привычных темпов прироста заимствований, и допускали его снижение только при явных проблемах с обеспечением спроса на валюту под импортные контракты.

Но уже со второй половины 2012 – начала 2013 г. значимые девальвации национальных валют стали достаточно привычным явлением.

Проведенный выше анализ ключевых тенденций развития мировых финансов приводит к следующим выводам по поводу финансовых сценариев дальнейшего развития глобальной экономики.

1. К настоящему времени практически не существует реалистичных возможностей наращивания объемов трансграничного финансирования, что создает проблемы финансирования внешней торговли стран-импортеров, которые весьма широко представлены в числе ведущих (и динамично развивающихся) экономик мира. Потенциальное снижение чистого импорта во многом сопряжено и с сокращением темпов роста экономики (относительное недоиспользование факторов производства).

2. Для достаточно широкого круга крупнейших и наиболее динамичных экономик мира (среди которых Индия, Бразилия,

Мексика, Канада, Индонезия, Турция, Австралия) сохраняется высокий девальвационный потенциал, реализация которого в условиях ограниченного внешнего финансирования будет способствовать дальнейшему снижению стимулов для такого финансирования. Это, в свою очередь, будет вести к соответствующим последствиям для мировой динамики.

Механизмы роста, сложившиеся в ведущих экономиках мира в период с начала 2000-х годов и до 2008 г., были рассчитаны на долговременное продолжение ускоренной интернационализации мировой экономики, которое становится невозможным по финансовым причинам (невозможность наращивания финансирования привычными темпами со стороны традиционных кредиторов). Рост мирового долгового рынка стабилизировался на уровне около 1% в год и при самых оптимистичных допущениях к концу десятилетия не поднимется выше 2,5-3%.

У таких традиционных международных инвесторов, как США, Япония, Великобритания, Франция, достаточно собственных финансовых проблем: финансирование чистого импорта, высокий уровень госдолга и расходов по его обслуживанию. Возможный рост их финансовых активов в доминирующей части будет использован на решение национальных проблем. В глобальных расчетах нами предполагается, что международные долговые отношения указанных экономик имеют тот же тренд, что и мировой долговой рынок в целом.

Ситуация Китая и Германии заметно отличается от уже рассмотренных. По существу, эти страны не связаны стандартными финансовыми ограничениями. Являясь крупнейшими чистыми экспортерами, они заинтересованы в поддержании внешнего спроса на собственные товары. Реализация собственного чистого экспорта здесь – главная задача для поддержания роста. Китай, конечно, имеет потенциал внутреннего спроса, но возможности его масштабной активизации в среднесрочной перспективе сомнительны. В принципе, эти страны имеют веские мотивы для развития международного кредита. Но, во-первых, в текущих условиях возможности такого развития ограничены ситуациями, когда конкретный кредитор совпадает либо тесно связан с конкретным экспортером. И, во-вторых, потери на рынках США и Европы для этих стран все же важнее приобретений на новых рынках, что также сдерживает указанные процессы. Базовая гипотеза состоит в том, что международные финансовые активы

этих стран будут расти несколько опережающим темпом по сравнению с общей динамикой мирового долгового рынка.

Перспективы роста активов арабских фондов связаны с ростом цен на нефть либо ее потребления. И в том, и в другом случае внешнеторговые дисбалансы потенциальных заемщиков заметно ухудшаются. Перераспределение уже накопленных активов усугубит проблемы других традиционных кредиторов и негативно скажется на их финансировании.

Финансовая мощь остальных потенциальных кредиторов недостаточна для решения указанных проблем.

По большому счету, единственная реальная возможность ускорения развития трансграничного кредита (и поддержания инерции внешнеторгового обмена) связана с восстановлением доверия к рынку производных инструментов, созданием системы действенного макропруденциального контроля и надзора за данным сегментом рынка на национальном и глобальном уровне и т.п. Потенциальный позитивный эффект всех этих мер, если и просматривается, то лишь за пределами среднесрочной перспективы.

В целом оптимальная (для долгосрочных перспектив как национального, так и мирового развития) среднесрочная экономическая политика состоит в поддержке равновесия между ростом национальной экономики и внешнеэкономического оборота. Такая политика приведет к снижению неопределенности и, в конечном итоге, – относительно более высокому уровню внешнего финансирования.

Международная инвестиционная позиция России в условиях обострения внешнеэкономических рисков и угроз. Санкции (ограничение возможностей заимствования российских экономических агентов на международных рынках и запрет на экспорт в Россию отдельных ресурсов и технологий) достаточно серьезным образом влияют на развитие российской финансовой системы. Они сокращают возможности использования для экономического роста в России зарубежных ресурсов и технологий, что негативно сказывается на его эффективности и качестве. Замедление темпов экономического роста означает синхронное снижение интенсивности генерирования финансовых ресурсов. Ухудшение условий заимствования на внешних рынках также способствует и развитию неблагоприятных тенденций в динамике внутреннего кредита. Все это, в конечном итоге, еще более усугубляет проблемы поддержания и ус-

кореня экономического роста. Технологии и приоритеты деятельности денежно-финансовой сферы, в том числе и прежде всего, банковского сектора, в этих условиях требуют основательной корректировки.

Прямое непосредственное влияние санкций на российские финансы связано с ухудшением условий привлечения финансовых ресурсов нерезидентов для финансирования российской экономики. Параллельно и в соответствии с ограничениями внешнего финансирования изменяются ожидания экономических агентов, появляется мотив накопления ликвидных валютных резервов. При этом, если динамика международных обязательств российских экономических агентов достаточно однозначно направлена к сокращению, то в части международных активов ситуация не столь однозначна. С одной стороны, возрастающие расходы на обслуживание долгов истощают валютные активы, с другой – отмеченная склонность к резервированию в валюте частично компенсирует расходы на обслуживание. В результате динамика международных активов становится излишне волатильной (как в структурном, так и временном плане), что еще более усугубляет указанные тенденции.

Далеко не все факторы, формировавшие динамику международной инвестиционной позиции РФ в 2014-2015 гг., определяются введением санкций. Снижение мировых цен на энергоносители – самостоятельный фактор, действовавший в том же направлении, что и санкции, и усугублявший финансовую ситуацию. Кроме того, самостоятельным фактором изменения финансового состояния российской экономики стала проводимая экономическая и, в первую очередь, финансовая политика, которая вроде бы была ориентирована на смягчение санкционных последствий, но, на наш взгляд, скорее усугубила их. Разделить эффект по отдельным факторам весьма проблематично: мы рассматриваем интегральный эффект.

На рис. 2³ представлен достаточно длинный ряд по основным показателям международной инвестиционной позиции России: активы, пассивы, чистая позиция.

³ Здесь и далее использована информация ЦБ РФ (<http://www.cbr.ru>) по состоянию на 16 апреля 2016 г. и расчеты авторов на основе этой информации.

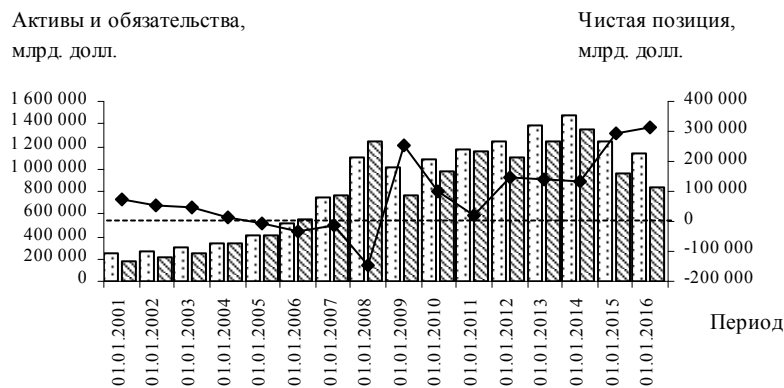


Рис. 2. Динамика основных показателей международной инвестиционной позиции РФ в 2001-2015 гг.:
 ■ активы; ■ обязательства; —◆— чистая международная инвестиционная позиция

Рассмотрение представленной динамики позволяет сделать несколько интересных выводов.

- В российской финансовой истории последних полутора десятилетий был только один непродолжительный период 2004-2007 гг., когда Россия была чистым заёмщиком на мировом рынке. Это был, пожалуй, наилучший период, именно тогда российская экономика демонстрировала наиболее высокие темпы роста. Эти высокие темпы, действительно, коррелируют с финансовым притоком из-за границы. Однако, учитывая вышеизложенное, рассчитывать на повторение внешнефинансовой ситуации 2004-2007 гг., по крайней мере, в среднесрочной перспективе было бы чрезмерно оптимистично. Соответственно, необходимо переместить акценты на внутренне финансирование.
- Все остальные годы за последнее 15-тилетие Россия кредитует остальной мир. Конечно, ситуация на микроуровне неоднородна. Но, с точки зрения возможностей обслуживания международных обязательств на макроуровне, здесь проблемы нет. Проблемы могут возникать у отдельных агентов, возможны также кассовые разрывы во времени. Но все эти проблемы при грамотной политике монетарных властей вполне разрешимы.

- Внешний мир большую часть последнего 15-летия не столько поставлял финансовые ресурсы в Россию, сколько перераспределял российские финансовые ресурсы. Это участие заграницы в финансовом перераспределении было не слишком продуктивным и во многом усугубляло негативные тенденции в структурном развитии. Например, в части консервации отраслевой структуры с доминированием сырьевых отраслей.

Также обращает на себя внимание схожесть динамики международных активов и обязательств РФ в 2008-м и в 2014-м годах. По существу, имеет место аналогичное изменение активов, пассивов и чистой позиции. В принципе, и факторы – похожи: снижение курса рубля, падение цены на нефть, ухудшение условий внешних заимствований. В 2008 г., конечно, не было прямых административных ограничений на использование нерезидентами отдельных финансовых инструментов во взаимоотношениях с российскими экономическими агентами, но, тем не менее, общее ухудшение условий финансирования для России было вполне сопоставимым. Однако есть и существенное различие (к нему вернемся ниже): к 2014 г. российские банки и, в особенности, российские нефинансовые предприятия подошли в заметно более плохом финансовом состоянии, нежели к 2008 г.

Что же происходило с финансовыми взаимоотношениями российских экономических агентов с нерезидентами в 2014-2015 гг.? По-квартальной динамика основных агрегатов представлена на рис. 3.

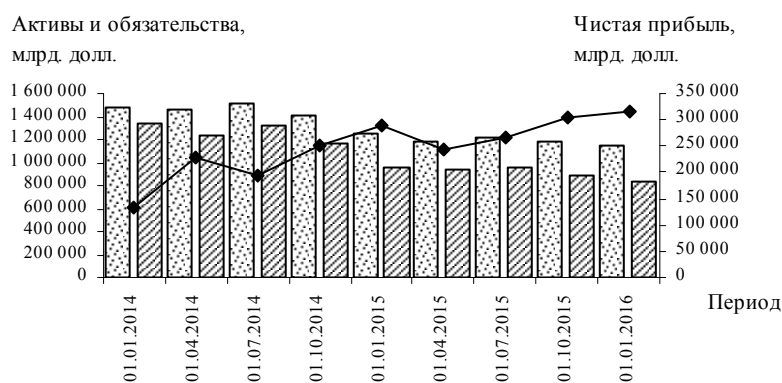


Рис. 3. Динамика основных показателей международной инвестиционной позиции РФ в 2014-2015 гг.:

▨ активы; ▩ обязательства; —◆— чистая международная инвестиционная позиция

На рис. 3 видно, что основная часть изменений пришлась на 2-е полугодие 2014 г. Формально похожую динамику дал и первый квартал 2014 г., но тут, прежде всего, сработал фактор сезонности, и лишь во вторую очередь – реакция на украинские события. Что происходит? Прежде всего, заметное снижение российских обязательств (примерно на пол триллиона долларов за 2 года с начала 2014 г., и на 360 млрд. долл. – во втором полугодии 2014 г.). Забегая вперед, отметим, что далеко не вся эта сумма связана с реальным погашением российского долга.

В меньшей мере (330 млрд. за весь период и 265 млрд. за 2-е полугодие 2014 г.) снижались международные активы. За счет такой динамики возрастал чистый кредит России остальному миру. В целом можно считать, что во втором полугодии 2014 г. Россия потеряла около 100 млрд. долл. ресурсов развития относительно тенденции, сформировавшейся за предшествовавший период. Но это – потеря относительно некоторой чисто гипотетической динамики. На фактическую динамику влияли не только санкции, но и изменение цен на нефть, и российская монетарная политика, и укрепление доллара к мировым валютам, и обвал рубля. Если бы ничего этого не случилось, то Россия, действительно, могла бы рассчитывать на дополнительные 100 млрд. долл.

Изменение международной позиции происходит под влиянием разных факторов, основные из которых: изменение за счет проводимых операций и изменение в результате переоценки позиций (изменение основных статей международной инвестиционной позиции за счет отдельных факторов представлено на рис. 4).

Собственно, операционные изменения, как не трудно заметить, существенно уступают в масштабах уже приведенным цифрам, хотя их направленность в целом именно та, что рассматривалась. За 2014-2015 гг. за счет проведенных операций международные обязательства РФ сократились примерно на 120 млрд. долл., активы – на 25 млрд. долл., соответственно, чистая международная инвестиционная позиция выросла на 95 млрд. долл. Заметим, что во 2-м полугодии 2014 г. собственно операционные изменения работали на снижение чистой позиции, а не на ее рост. В принципе это свидетельствует о «затратности» ускоренного погашения в его нынешнем виде.

Основная же часть изменений произошла за счет переоценки. За тот же период за счет переоценки международные обязательства сократились на 405 млрд. долл., активы – на 290 млрд. долл.,

соответственно, чистая позиция за счет ценового фактора возросла на 115 млрд. долл.

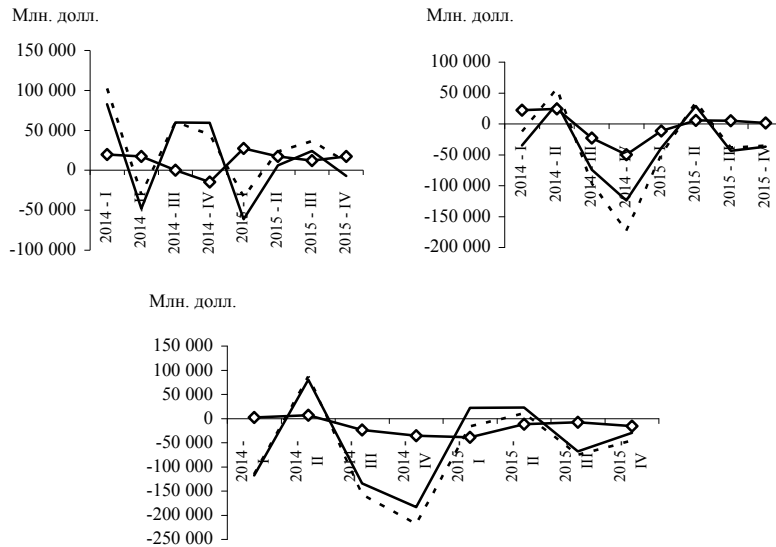


Рис. 4. Факторы изменения чистой международной инвестиционной позиции, международных активов и международных обязательств РФ в 2014 -2015 г.:
 —◇— операции; — переоценка; - - - - - всего

Больше всего на позицию России влияли не сами по себе внешнеэкономические ограничения, а уже та, дальнейшая рыночная динамика, которая складывалась в результате этих ограничений, изменения поведения экономических агентов, а также проводимой политики. Конечный результат сформирован в основном за счет укрепления доллара к евро, ослабления рубля по отношению к евро и доллару, а также за счет относительного снижения рыночных котировок обращаемых инструментов российского рынка. Поскольку в российских международных активах резко доминируют инструменты, номинированные в долларах, в то время как в российских международных обязательствах доли российского рубля и евро значительно выше (хотя и уступают доллару), такой результат переоценки очевиден.

Небольшое замечание по поводу трактовки результатов переоценки. В долларовом исчислении, конечно, можно говорить об

обесценении российских обязательств. Но учитывая тот факт, что основной доход российская экономика получает в рублях, нельзя не отметить, что сам долг и стоимость его обслуживания в рублях в результате такой переоценки только возросли. Иными словами, формальное сокращение обязательств не снизило долгового бремени (соотношение долг/доход для российской экономики за 2014-2015 гг. отнюдь не сократилось).

На рис. 4 хорошо заметно преобладающее влияние ценового фактора. Именно переоценки в основном формируют траекторию изменения международной инвестиционной позиции РФ. Изменения за счет операций существенно менее значимы: реальные масштабы погашения не столь существенны как это представляется из формальных оценок. При этом возможности мобилизации новых ресурсов развития с внешнего рынка чрезвычайно ограничены.

Более детальное изучение динамики отдельных активов и обязательств РФ, конечно, добавляет штрихи к общей картине, но в целом не меняет ее. Пожалуй, следует остановиться на двух моментах.

- Прямые инвестиции – достаточно комплексный агрегат, охватывающий трансграничное взаимное финансирование аффилированных структур. Анализ страновой структуры прямых инвестиций в РФ и из РФ выявляет высокую долю «налоговых гаваней» и оффшорных юрисдикций. Есть все основания предположить, что финансирование здесь в значительной степени происходит вне санкционных юрисдикций, а во многих случаях просто под контролем российских резидентов. Теоретически прямые инвестиции можно было бы рассматривать как некий «антисанкционный буфер». Однако анализ показывает, что резиденты зачастую более жестко относятся к России, чем нерезиденты: отток капитала через оффшорные юрисдикции во втором полугодии происходил значительно более интенсивно, чем через не оффшорные. Например, Франция в течение 2014 г. продемонстрировала достаточно ровную динамику прямых инвестиций в Россию, и за весь год вложила в российскую экономику около 2 млрд. долл. Конечно, Франции тяжело тягаться с такими лидерами инвестирования в Россию, как Кипр, Багамские, Бермудские, Британские Виргинские о-ва, позиции которых заметно превосходят французские. Но вместе с тем во втором полугодии 2014 г. в отличие от Франции по этим юрисдикциям наблюдался заметный отток капитала из России.

- На качественном уровне нами уже отмечалось повышение волатильности ликвидных валютных активов российских экономических агентов в условиях ужесточения условий внешнего финансирования. Добавим, что размах колебаний ликвидных активов (отношение максимального уровня к минимальному) российского банковского сектора в 2014-2015 гг. составлял около 1,5, а нефинансовых организаций – приближался к 2. Конечно, пока вряд ли стоит говорить о критичности проблемы валютной ликвидности, но наличие проблем эффективного управления ликвидностью – налицо. При относительной стабилизации условий внешнего финансирования ситуация с ликвидностью выглядит приемлемой, но новые шоки способны вывести ее из-под контроля.

В 2015 г. международная инвестиционная позиция РФ относительно стабилизировалась. Но, на наш взгляд, не стоит пока переоценивать этого факта: инвестиционная позиция России скорректировалась под новые внешнеэкономические условия, но новые условия продуцируют риски, с которыми надо жить.

Внешнее финансирование до последнего играло весьма заметную роль в механизме финансирования экономического роста в России.

- Прежде всего, за счет внешнего финансирования в значительной мере обеспечивалось фондирование и рефинансирование крупных инвестиционных проектов. Наша внутренняя финансовая система пока ещё не готова в полном объёме обслуживать крупнейшие российские корпорации, как, впрочем, и самостоятельно финансировать весь инвестиционный импорт. В этом отношении те потери, которые случились в 2014-2015 гг., весьма значительны. По существу, в настоящее время и в близкой перспективе речь о массовом инвестиционном финансировании с внешнего рынка не идет, здесь возможны лишь единичные проекты. При этом и замещение внешнего финансирования внутренним выглядит достаточно проблематичным.
- Кроме того, мировой рынок в значительной мере обеспечивал предоставление ликвидности для расчетов российских резидентов с нерезидентами. В принципе санкции не затрагивают короткие операции и здесь мировой финансовый рынок формально открыт для России. Правда, соответствующие операции заметно подорожали для российских

экономических агентов. Уже отмеченные проблемы с оперативным управлением ликвидностью свидетельствуют о том, что цена коротких заимствований близка к запретительной. Короткие займы возможны, но дороги. При высокой несинхронности валютных поступлений и платежей возникают кассовые разрывы, которые не покрываются текущей ликвидностью, а их кредитование с мирового рынка в нынешних условиях весьма затратно. Это стимулирует накопление собственных резервов под платежи и расчеты, что способствует отвлечению ресурсов.

- Поскольку Банк России существенно более озабочен таргетированием инфляции, чем развитием внутреннего кредита, российский финансовый сектор достаточно часто испытывает проблемы с фондированием либо рефинансированием вложений в национальную экономику. Начиная с 2003-2004 гг. российские банки и корпорации получили возможность фондирования и рефинансирования внутреннего кредита на внешнем рынке. Сейчас, по существу, эта возможность утрачена.

Внутренняя ликвидность российской денежно-банковской системы в условиях санкций. Для ускоренного развития внутреннего кредита банковский сектор должен получить, как минимум, дополнительную ликвидность (либо уверенность, что создаваемые активы будет возможно рефинансировать по приемлемым ценам). Конечно, есть и другие проблемы: имеющиеся инструменты рефинансирования не оптимальны для развития массового кредита, существуют структурные проблемы ликвидности и т.п. Но в оперативном плане (используя уже доступные инструменты рефинансирования и в сегодняшних условиях межбанковского перераспределения центральных денег) монетарные власти могут стимулировать внутренний кредит в основном лишь повышением валовой ликвидности банков.

А что происходит с рублевой ликвидностью банковского сектора?

На рис. 5 показаны операции ЦБ РФ по предоставлению / абсорбированию ликвидности коммерческим банкам (нарастающим итогом с начала 2014 г.). Нетрудно заметить, что суммарно с начала 2015 г. ЦБ изъял из банковской системы более 6 трлн. руб. резервных денег. Действительно, в течение 2014 г. Банк России своими рефинансовыми кредитами пополнил ликвидность банковской системы на 4 трлн. руб., при этом около 3 трлн. руб. бы-

ло «залито» в банковскую систему за не слишком продолжительный период времени с середины октября по середину декабря 2014 г. (т.е. в период максимальной напряженности на внутреннем валютном рынке!?). С тех пор задолженность банков перед ЦБ существенно сократилась и суммарный итог кредитно-депозитных операций ЦБ с начала 2014 г. давно уже находится в отрицательной области.

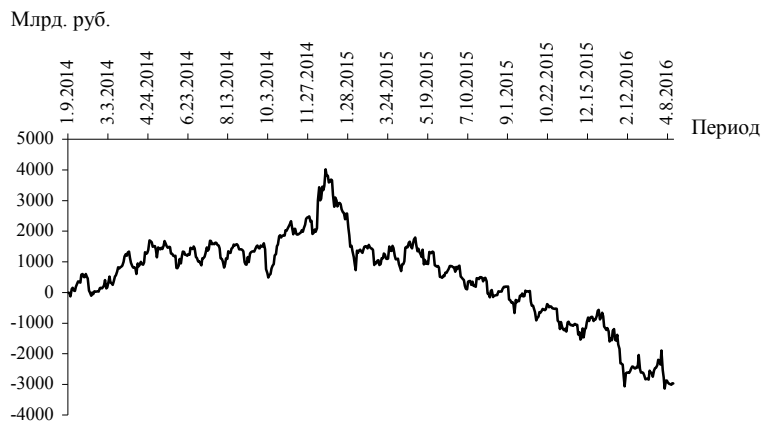


Рис. 5. Приток ликвидности в банковскую систему (операции ЦБ РФ по предоставлению / абсорбированию ликвидности)

Существенную утечку рублевой ликвидности банковского сектора принесли также валютные интервенции Банка России за рассматриваемый период. Хотя с середины мая по конец июля 2015 г. ЦБ покупал по 150-200 млн. долл. в день и, таким образом, пополнял ликвидность банков примерно на 0,5 триллиона рублей. Но до этого в 2014 г. он продал более 85 млрд. долл. и абсорбировал таким образом около 3,5 трлн. рублевой ликвидности (рис. 6).

Основной канал, по которому за последние 2 года ликвидность попадала в банковскую систему – казначейские операции (рис. 7). Если внимательно посмотреть, самый существенный «вброс» ликвидности был сделан в декабре 2014 г. – феврале 2015 г. (а также в январе-феврале 2016 г.) в рамках антикризисных мер. Отметим, что это было целевое и узконаправленное вливание ликвидности (оборонно-промышленный комплекс, нефть, газ, металл, сельское хозяйство).

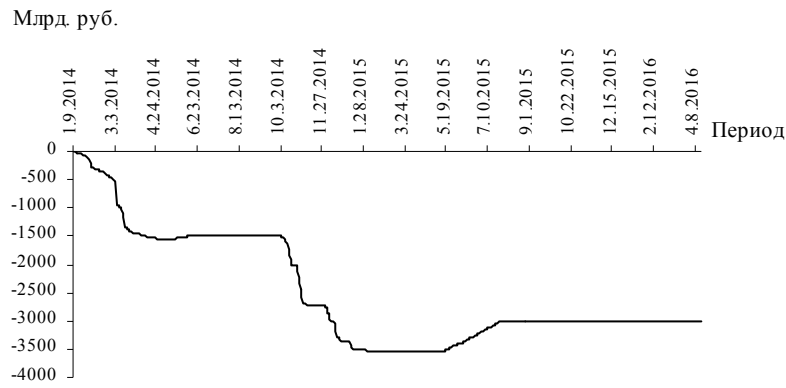


Рис. 6. Приток ликвидности в банковскую систему (интервенции ЦБ РФ на валютном рынке)

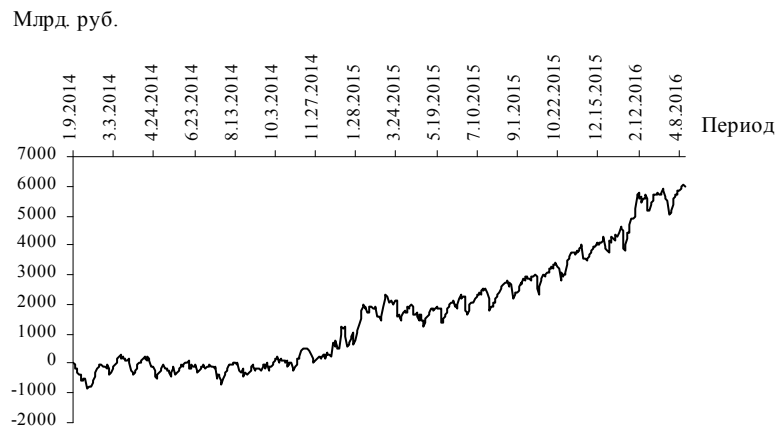


Рис. 7. Приток ликвидности в банковскую систему (с казначейских счетов)

Тем не менее, именно бюджетные инъекции, составившие за рассматриваемый период около 6 трлн. рублей, стали основным каналом пополнения банковской ликвидности, с лихвой компенсировав абсорбцию резервных денег, проводившуюся Банком России. Еще один канал повышения ликвидности банковской системы – ликвидность, пришедшая в банки из наличного оборота (рис. 8).

Заметим, что 2015-й календарный год – первый более-менее длительный период в российской истории, когда налично-денежная масса сокращалась: около 300 млрд. руб. (более чем на порядок меньше поступлений через бюджетный канал, но тем не менее) население вынуло из «кубышек».

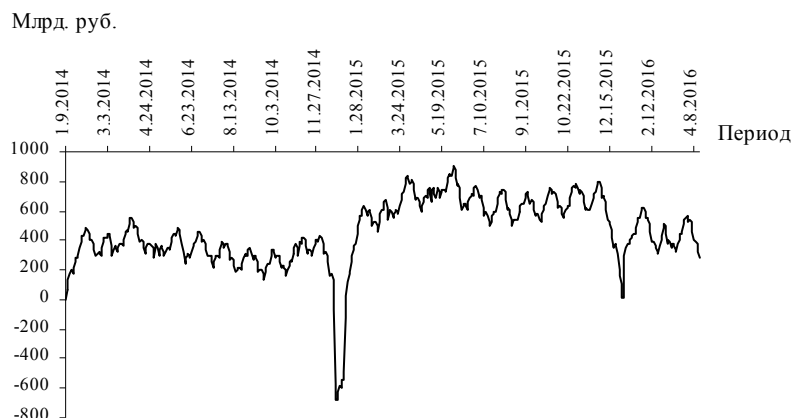


Рис. 8. Приток ликвидности в банковскую систему (из наличного оборота)

Раньше сокращение доли наличных в денежной массе происходило на фоне роста их общего объема. Сокращение наличных сбережений – стремление домашних хозяйств поддержать уровень жизни при падающих доходах – дало позитивный для банков (но не для населения) результат.

Есть и близкий по природе негативный для банковской системы эффект: утечка вкладов. Последний фактор изменения ликвидности банковской системы отчисления (возврат) средств в фонд обязательных резервов не слишком существенен для ликвидности как таковой, поэтому мы не приводим количественных оценок. Но при этом динамика обязательных резервов – хороший индикатор динамики привлеченных средств (линейная функция от остатков клиентских счетов).

В отдельные периоды наблюдался отток средств с клиентских счетов, но он не носил критического характера.

При этом иногда прирост привлеченных средств был связан в основном с переоценкой валютных счетов и депозитов (остатки

росли за счет снижения курса рубля). В целом, наряду с отсутствием критических утечек с клиентских счетов можно все же констатировать и ухудшение ситуации с фондированием банков.

Суммарный годовой результат всех факторов изменения ликвидности банков (рис. 9) – положительный, количество резервных денег в распоряжении банков увеличилось за рассматриваемый период более чем на 400 млрд. руб. Это – совсем не мало.

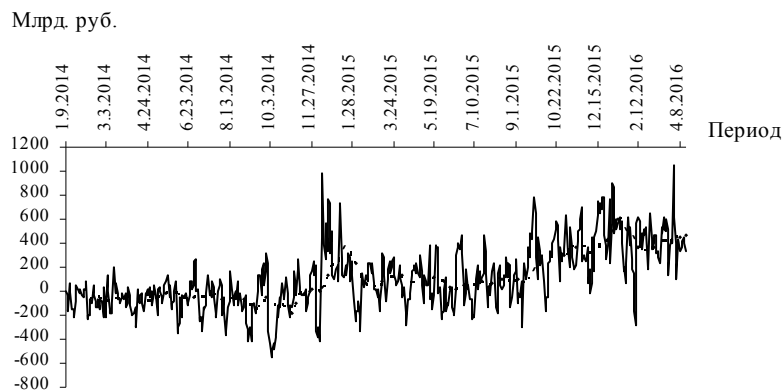


Рис. 9. Приток ликвидности в банковскую систему (всего, сумма факторов)

Среднедневной остаток свободных резервных денег банков (остатки средств на корреспондентских и депозитных счетах в Банке России) возрос в 2015 г. примерно на 30% по сравнению с предыдущим годом. Это заметно выше роста номинального ВВП, инфляции, платежного оборота. При этом повышение ликвидности банковского сектора не привело к росту кредита (ликвидность есть, нет должных стимулов для ее использования на развитие кредита). Можно, конечно, делать скидки на рост недоверия в системе и, соответственно, на ухудшение условий перераспределения ликвидности между коммерческими банками и ее неэффективное использование. Но, на наш взгляд, главный вывод в том, что важно не столько количество ликвидности, притекающее в банковский сектор, сколько то, «как, где и при каких условиях» эти инъекции производятся.

Различные каналы пополнения банковской ликвидности, различные инструменты – это кроме всего прочего еще и различные

стимулы для развития банковской деятельности. Похоже, в настоящее время в арсенале Банка России наблюдается существенный дефицит инструментов регулирования ликвидности с должным стимулирующим эффектом.

На рис. 10 представлены средние процентные ставки по кредитам нефинансовому сектору в рублях. Любопытно, что с конца прошлого года до середины лета нынешнего года процентные ставки по кредитам до года были выше, чем по более длинным кредитам. Во-первых, здесь был заложен расчет на дальнейшее снижение ставок (с их уровнем, сложившимся в первом полугодии 2015 г., долго жить просто невозможно). И во-вторых, различаются заемщики – долгосрочные кредиты доступны лишь узкому кругу наиболее надежных клиентов.

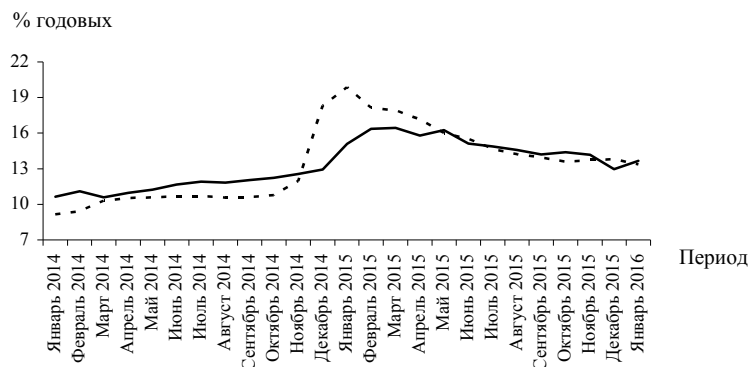


Рис. 10. Процентные ставки по кредитам нефинансовым организациям:
 ----- до года; — свыше года

В данном случае важнее сам уровень ставок. Даже по самым оптимистичным оценкам среднегодовой уровень ставок 2015 г. вряд ли был ниже 15% годовых. Таким образом, чтобы кредит нефинансовому сектору способствовал расширению спроса, а не его сокращению, годовой темп прироста кредита должен составить не меньше, чем расходы на его обслуживание (т.е. не менее 15%). Близкие к нулевым темпы, которые демонстрировал кредит в 2015 г., в этих условиях – это фактически перераспределение средств от нефинансового сектора экономики к банковскому.

Конечно, к началу 2016 г. ситуация с процентными ставками относительно нормализовалась. Тем не менее, их текущий уро-

вень на 3-4% выше, чем в начале 2014 г. Следующие два графика (рис. 11) демонстрируют текущую динамику кредита нефинансовому сектору в рублях и в валюте, соответственно.

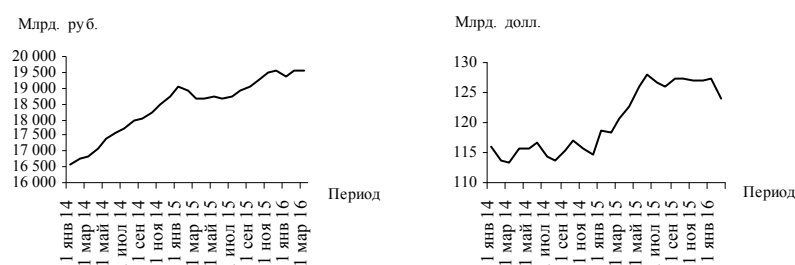


Рис. 11. Кредиты нефинансовым организациям-резидентам в рублях и валюте

Если взять рублевые кредиты банковского сектора – можно говорить, что они практически не растут с начала 2015 г.: 2-3%, мягко говоря, недостаточно, особенно, с учетом уровня процентных ставок. Была заметна тенденция к росту после рестрикции первого полугодия 2015 г., но она быстро сменилась стагнацией в условиях ухудшения качества кредитных портфелей.

Правда, некоторый рост (очень неравномерный) демонстрируют кредиты в валюте. Задолженность нефинансовых организаций перед банками в валюте в 2015 г. выросла примерно на 10% по сравнению с предыдущим годом. Но валютные кредиты в основном были направлены на финансирование расходов по погашению внешнего долга (в меньшей мере, – на замещение внешних заимствований): это большей частью короткие кредиты, которые позволяют экспортёрам заполнять провалы в ликвидности до поступления валютной выручки. В общем-то, это – не развитие внутреннего кредита, а обслуживание внешнего долга. Кроме того, доля валютных кредитов во внутреннем кредите не слишком высока.

Еще один и, пожалуй, самый весомый фактор, препятствующий развитию внутреннего кредита, это – финансовое состояние реального сектора (рис. 12).

Кривая «качества» кредита – доля кредита, не требующего резервирования (100% минус соотношение резервов под сомнительные ссуды и общей задолженности по банковским кредитам, выраженное в

процентах). Все ссуды банки разбивают на группы по качеству, отчисления в резервы ранжированы по качественным группам. Соответственно, резервы по ссудам по отношению к задолженности по этим ссудам достаточно хорошо характеризуют качество кредита.

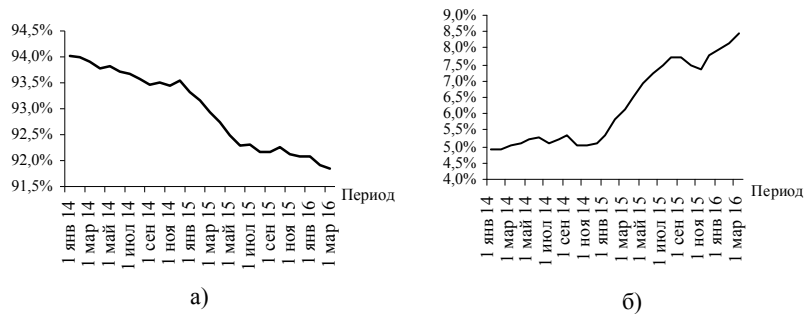


Рис. 12. «Качество» кредитов:
 а) доля кредитов, не требующая создания резервов;
 б) доля просроченной задолженности (по рублевым кредитам нефинансовому сектору экономики)

С ноября 2014 г. качество кредитов резко падает вниз. В свою очередь, доля просроченной задолженности растет. Некоторое сокращение темпов ухудшения качества кредита с лета 2015 г. пока не дает особых оснований для оптимизма. Заметим, что пополнение резервов под ссуды – расход банковского сектора. Он сокращает капитал и, соответственно, возможности взятия на себя рисков банками, а кроме того оказывает повышательное воздействие на процентные ставки.

Еще один показатель, характеризующий финансовое состояние заемщиков – доля просроченных ссуд (рис. 13). Некоторое улучшение ситуации в период с августа по октябрь 2015 г. оказалось слишком кратковременным. В целом доля просроченной задолженности устойчиво возрастает.

Выше (в ходе анализа изменений международной инвестиционной позиции) сравнивались ситуация 2014 г. – начала 2015 г. с ситуацией 2008 г. Динамика развития кредита в 2008-2010 гг. представлена на рис. 13. Вполне понятно отличие ситуации. К осени 2008 г. доля просроченных ссуд была менее 1,5%. К середине 2010 г. она выросла до максимальных 7,4%, после чего начала сокращаться

на фоне растущего кредита. Заметим, что период стагнации внутреннего кредита продолжался около полутора лет.

Нынешний кредитный спад начался с уровня просроченной задолженности в 5%, а к настоящему времени эта доля поднялась уже до 8,5%. Это весьма негативная характеристика финансового состояния нефинансового сектора.

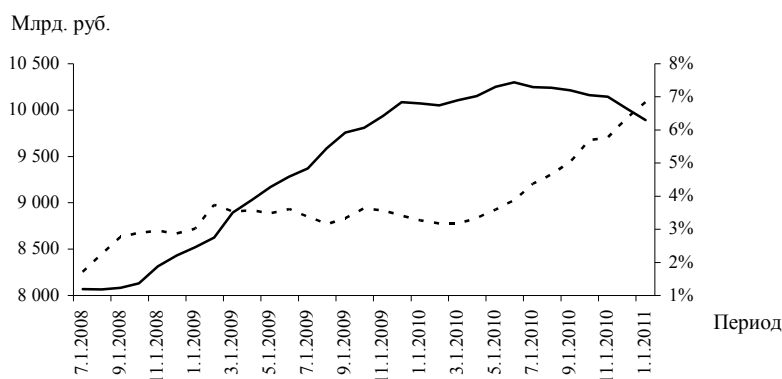


Рис. 13. Показатели развития кредита в 2008-2010 гг.:
 ---- кредиты нефинансовым организациям;
 — доля просроченной задолженности (правая шкала)

Говорить о масштабном кредитовании в этих условиях, да еще и без поддержки монетарных властей, не приходится. Нужна санация, реструктуризация накопленных долгов, поддержка ликвидностью. К кризису 2008-2010 гг. российская экономика подошла в гораздо лучшем финансовом состоянии и имела достаточный запас прочности, сейчас его нет.

В текущих условиях кредитная поддержка реального сектора неизбежно связана с инфляционными эффектами, но без нее он обречен на достаточно длительный и глубокий спад. Необходимо сделать выбор, что для нас важнее низкая – инфляция или «живая» экономика.

Подводя некоторые итоги, отметим, что складывающаяся внешне-финансовая ситуация, на наш взгляд, весьма неприятна, но не критична для России. Конечно, сокращение и удорожание импорта, и в том числе инвестиционного, – неизбежно. Даже в случае успешного импортозамещения, это приведет к относительному снижению эффективности. Тем не менее, справиться с

непростой ситуацией в части реструктуризации внешне-финансовых связей России вполне по силам.

Главная финансовая опасность заключается в долговременной стагнации внутреннего кредита. Недопущение такого развития событий требует пересмотра финансовой политики.

Что касается оперативных проблем, отметим, что сейчас присутствует ничем не оправданная эйфория в отношении текущих результатов российской экономики: возможно мы и «достигли дна», но при этом «погрузились слишком глубоко», а «дно слишком илистое», чтобы от него оттолкнуться – не менее вероятно, что мы «увязнем в иле». При этом российская финансовая система не имеет запаса прочности. Поэтому надо внимательно относиться к возможным источникам новых шоков.

Главный источник возможных шоков – связка «мировые цены на нефть – курс рубля». Собственно, шоки здесь не прекращаются (рис. 14). Вообще говоря, если постоянно испытывать экономику на прочность такими методами, нет вопроса – выдержит или не выдержит, есть только вопрос – как долго выдержит. Можно добавить, что курсовая волатильность (среднеквадратичное отклонение по отношению к среднему) за первый квартал 2016 г. составила 6,5%.

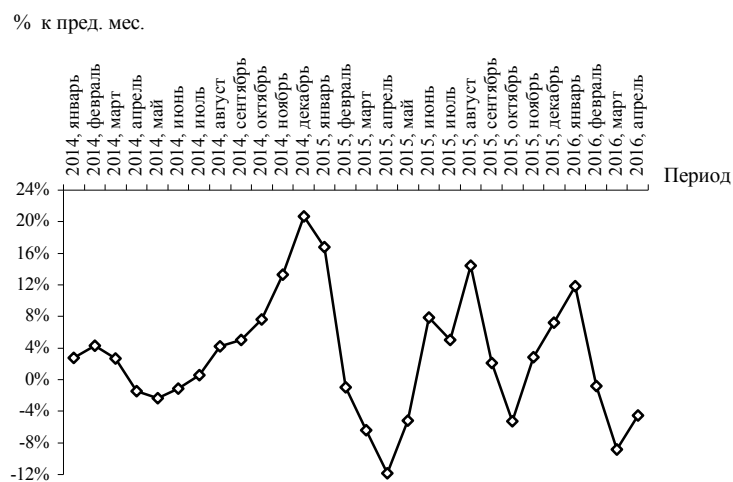


Рис. 14. Динамика среднемесячного курса рубль/доллар США (официальный курс)

Решение наиболее острых текущих проблем не снимает вопросов адаптации денежно-финансовой системы России к деятельности под режимом санкций. Поскольку долгосрочность режима санкций публично признается руководством страны, то необходимо искать и находить стратегические ответы на данный вызов. Иначе говоря, необходимо модифицировать структуру деятельности денежно-финансовой системы, в первую очередь изменить принципы и критерии кредитной селекции (селекции объектов финансирования).

Сохранение сложившихся стереотипов поведения денежно-финансовой системы способно усугубить последствия спада, вызванного, среди прочих факторов, и санкциями.

Один из возможных выходов – развитие проектного финансирования⁴. Целевой характер средств, выделяемых по линии проектного финансирования, позволяет более надежно контролировать их использование. Соответственно, развитие проектного финансирования будет способствовать уменьшению оттока капитала, укреплению инвестиционного потенциала отечественного бизнеса, росту темпов накопления. Именно эти факторы являются наиболее значимыми для выхода из экономического спада.

Краткие выводы. Современные тенденции развития финансовой ситуации на глобальном уровне связаны с относительным укреплением ведущих мировых валют (в первую очередь, – американского доллара), с оттоком финансовых ресурсов с развивающихся рынков. Санкции усугубляют указанную ситуацию для России, но не меняют ее сути.

За последние полтора десятилетия лишь в течение крайне непродолжительного периода 2004-2007 гг. Россия имела отрицательную чистую международную инвестиционную позицию, т.е. в течение большей части современной экономической истории Россия является кредитором «остального мира». Конечно, период, когда Россия выступала заемщиком на мировом финансовом рынке, – это наиболее успешный период экономического развития в России. Тем не менее, ситуация с положительной международной инвестиционной позицией вполне привычна для российской экономики.

⁴ Более подробно см., например, Панфилов В.С., Говтвань О.Дж. Финансовая политика России в перспективном периоде // Проблемы прогнозирования. 2012. № 6. С. 35-52.

В макроэкономическом плане ситуация с обслуживанием российского внешнего долга в условиях санкций абсолютно не критична, хотя на микроуровне есть проблемы отдельных заемщиков. При должной организации финансового перераспределения ситуация остается вполне управляемой. Поскольку среди основных «должников» по международным обязательствам в первую очередь присутствуют компании и банки, контролируемые государством, финансово-перераспределительные проблемы – вполне разрешимы. При этом реальная практика решения соответствующих задач российскими монетарными властями далека от идеала.

Переоценка международных активов и обязательств российских экономических агентов дала больший эффект, чем их операции. Во многом этот тезис корреспондирует с утверждением, что результат определялся не столько санкциями и конъюнктурой мирового рынка, сколько проводимой экономической политикой. При этом вывод ресурсов резидентами не менее значим с точки зрения влияния на международную инвестиционную позицию России нежели отток средств нерезидентов.

Выделим три основных направления рестриктивного воздействия санкций и ухудшения конъюнктуры мирового рынка: финансирование инвестиционного импорта, финансирование текущих внешнеторговых операций, рефинансирование внутреннего кредита.

Масштабное замещение финансовых ресурсов мирового рынка в части финансирования инвестиционного импорта весьма проблематично: мощность российской финансовой системы здесь явно недостаточна. Соответственно, преференции в развитии импортозамещения находятся, на наш взгляд, именно в этой сфере.

Финансирование текущих внешнеэкономических связей не столь проблемно: оно относительно дорожает, появляется дополнительная неопределенность, повышается волатильность – но, тем не менее, здесь нет критических проблем. Есть лишь вопросы к качеству спонтанного импортозамещения в данной сфере, стимулируемому удорожанием и неопределенностью импорта и проводимому без должных инвестиций.

Замещение мирового рынка в части рефинансирования внутреннего кредита – теоретически вполне решаемая задача, требующая определенной переориентации денежной политики монетарных властей.

Проблема здесь в том, что эта задача «не укладывается» в текущую денежную политику российских монетарных властей.

Финансовый рынок имеет существенное отличие от товарных рынков, на которое обращается мало внимания в традиционной макроэкономике: для принятия решения по сделке здесь мало подтверждения текущей платежеспособности контрагента, важна и оценка его перспектив. В ситуации высокой неопределенности и высоких рисков это приводит к тому, что равновесие достигается не столько регулированием процентной ставки, сколько регулированием барьеров входа на рынок.

При подобной конфигурации рынка «валовые» подходы к денежной политике, ориентированные на регулирование валового спроса (инфляционное таргетирование – одна из разновидностей такого подхода), не могут быть результативными: требуются структурные решения. Обострение внешних угроз и рисков повышает неопределенность на внутреннем финансовом рынке и, соответственно, актуальность структурных подходов к развитию российской финансовой системы.

Суть необходимых структурных преобразований в финансовой сфере – изменение структурных предпочтений основных экономических агентов: формирование и приоритетное развитие моделей принятия финансовых решений, одновременно обеспечивающих индивидуальную и макроэкономическую эффективность финансируемых мероприятий, проектов и программ. На наш взгляд, в текущем плане более важен не рост как таковой, а формирование предпочтений экономических агентов к использованию финансовых институтов и инструментов, ориентированных на сбалансированный и качественный рост. Прежде чем финансировать экономический рост необходима нормализация механизмов кредитной селекции и финансовых трансформаций, используемых финансовой системой.

Эту задачу, на наш взгляд, в существенной мере можно решить путем развития системы проектного финансирования. Речь идет не только и не столько об инструменте, о форме, в которой выделяются финансовые ресурсы, сколько о формировании системы отбора проектов и их рефинансирования: стандарты и процедуры экспертизы проектов, широкая сеть «банков развития», механизмы синдицирования, «пакетирования» и рефинансирования долговых обязательств.

В текущем плане возможности масштабного использования соответствующих мер достаточно ограничены. Достаточно часто в предложениях по развитию финансирования перепутаны проблемы ликвидности и фондирования. Сегодня в российской денежно-банковской системе нет проблемы недостаточной ликвидности, есть проблема ее неэффективного использования. И пока эта проблема не решена, обеспечение фондирования за счет повышения ликвидности связано с крайне нежелательными негативными последствиями.

В этой связи на начальном этапе следует сконцентрироваться на ограниченном количестве сверхприоритетных проектов, которые должны быть, безусловно, реализованы, на высоком качественном уровне и с максимальной эффективностью: иными словами – нужен безусловный успех; при должном доверии к власти он будет способствовать формированию необходимых предпочтений. На наш взгляд, сейчас даже локальные достижения важнее подвижек в «латании дыр». В среднесрочной перспективе это даст возможность тиражирования соответствующих механизмов и расширения масштабов их использования.