

И.Ю. Борисова,
Б.А. Замараев, *д-р экон. наук,*
А.М. Киюцевская,
А.Г. Назарова, *канд. экон. наук,*
г. Москва.

Риски внешнего финансирования российской экономики

Пик ипотечного кризиса в США, разразившегося в августе 2007 г., остался позади, тем не менее, вызванные им проблемы в глобальных финансовых взаимоотношениях, далеки от разрешения. В результате кредитного кризиса на мировых финансовых рынках обострилась ситуация с ликвидностью и в российской банковской системе. Озабоченность растущей зависимостью внутренней экономики от состояния мировых хозяйственных и финансовых процессов вызывает и стремительное увеличение внешнего долга российских банков и нефинансовых корпораций, суммарный размер которого на 1 октября 2007 г. достиг отметки в 378,1 млрд. долларов США.

Преимущества внешнего финансирования

Бум привлечений средств российскими корпорациями с мировых рынков пришелся на 2006 г. и начало 2007 года. Так, если в 2000-2002 гг. внешнее финансирование российских банков и предприятий в среднем за год составляло 9,2 млрд. долларов США, то в 2003-2005 гг. оно возросло более чем в 5 раз до 47,9 млрд. долларов США в год. В дальнейшем такой объем валютно-финансовых средств российскими корпорациями привлекался уже менее чем за полугодие: в I полугодии 2006 г. – 44,1 млрд. долларов США, во II полугодии – 61,7 млрд. долларов США. В начале 2007 г. объем внешних заимствований вновь вырос и почти удвоился. За I полугодие 2007 г. иностранные обязательства российских банков и нефинансовых корпораций увеличились на 111,6 млрд. долларов США. Определяющим стал прирост обязательств нефинансовых корпораций, которые возросли на 73,6 млрд. долларов США против 26,5 млрд. долларов США во II полугодии 2006 г. (см. табл. 1). Этот бум иностранных инвестиций был предопределен устойчивым подъемом российской экономики в начале текущего века.

Таблица 1

Изменение внешних обязательств Российской Федерации в 2000-2007 годах
(в млрд. долларов США, прирост (+) / снижение (-))

	2000-2002	2003-2005	2006		2007	
			I пол-е	II пол-е	I пол-е	III кв
Обязательства, всего:	-4,2	39,3	39,8	30,7	107,8	38,2
Органы государственного управления	-11,9	-9,6	-5,6	-22,3	-4,0	-1,6
Органы денежно-кредитного регулирования	-1,5	0,9	1,3	-8,6	0,2	0,5
Частный сектор:	9,2	47,9	44,1	61,7	111,6	39,3
Банки	2,6	12,5	16,0	35,1	38,0	17,2
Прочие секторы	6,6	35,4	28,0	26,5	73,6	22,0

Источник: Центральный банк РФ (www.cbr.ru), расчеты авторов

В результате уникального сочетания чрезвычайно благоприятных внутренних и внешних факторов, а также ответственной макроэкономической политики национальное хозяйство России на удивление быстро восстановилось после кризиса 1998 года. В последующем десятилетии высокая динамика производства и доходов предопределила одновременно и необходимость, и возможность масштабного инвестирования, в том числе, и за счет внешнего финансирования. Последнему, способствовало также и то, что на международном финансовом рынке, сложились более привлекательные условия для заимствований, определяемые следующими ключевыми факторами:

- более низкой стоимостью заемных средств;
- большей срочностью («длинные» ресурсы);
- большим объемом единовременно предоставляемых средств.

На всем протяжении 1999-2007 гг. на внутреннем ссудном рынке цена привлечения финансовых ресурсов в долларах США для нефинансовых предприятий сроком до 1 года не опускалась ниже 8,3% годовых. В то же время на внешнем рынке ставки по долларovým кредитам сроком на 12 месяцев, даже при их повышении с 2004 г., не превышали 6,8 процента. По кредитам в евро – ситуация аналогична: внутренняя процентная ставка была выше внешней почти в два раза (см. табл. 2). Высокий уровень российских процентных ставок обусловлен как неудовлетворенным спросом на кредитные ресурсы в условиях объективной нехватки в необходимых масштабах свободных и «длинных» финансовых средств

внутри страны, так и политикой сдерживания денежного предложения, проводимой Банком России для снижения инфляции.

Таблица 2

Стоимость привлечения ресурсов на внутреннем и внешнем рынках
(% годовых)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ									
Средняя процентная ставка по кредитам, предоставленным нефинансовым организациям в иностранной валюте на срок до 1 года:									
в долларах США	11,1	11,9	11,5	10,5	9,4	8,3	8,6	8,5	8,7
в евро	-	-	-	-	-	8,8	6,8	7,2	7,7
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ									
LIBOR (London interbank offered rate), 12 мес.									
в долларах США	5,7	6,8	3,9	2,2	1,4	2,1	4,0	5,3	5,3
в евро	3,2	4,8	4,1	3,5	2,3	2,3	2,3	3,5	4,4

* январь-октябрь

Источники: Центральный банк РФ (www.cbr.ru); Британская банковская ассоциация (British Banker's Association, BBA) (www.bba.org.uk).

В условиях последовательного снижения инфляции и укреплении рубля российские банки, занимая дешевые финансовые ресурсы за рубежом, размещают их внутри страны с большой выгодой. Так, расчетная банковская маржа между рублевыми кредитами и депозитами последовательно снижалась - с 17,9% годовых в 2000 г. до 4,8% годовых в январе-октябре 2007 г. В тоже время при привлечении внешнего финансирования и конвертации его в рублевые кредиты маржа сокращалась более медленно и, более того, в отдельные годы увеличивалась и была больше чем ее рублевый аналог. Например, расчетная банковская маржа между предоставляемыми рублевыми и привлекаемыми иностранными ресурсами в 2001 г. оценивалась в 10,3% годовых, в 2003 г. и 2004 г. – 13,9% и 15,9% соответственно и, наконец, в январе-октябре 2007 г. – 10,9% годовых (см. табл. 3).

Таблица 3

Расчетные уровни маржи
(в % годовых)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Процентная ставка в рублях								
1. Депозитная ставка**	6,5	4,9	5,0	4,5	3,8	4,0	4,1	5,1
2. Кредитная ставка***	24,4	17,9	15,7	13,0	11,4	10,7	10,5	9,9
Расчетная маржа (2-1)	17,9	13,0	10,7	8,5	7,6	6,7	6,4	4,8
Процентная ставка в долларах США								
3. LIBOR, 12 мес.	6,8	3,9	2,2	1,4	2,1	4,0	5,3	5,3
4. Кредитная ставка****	11,9	11,5	10,5	9,4	8,3	8,6	8,5	8,7
Расчетная маржа (4-3)	5,1	7,6	8,3	8,0	6,2	4,6	3,2	3,4
Процентная ставка в рублях								
5. LIBOR, в рублевом эквиваленте	19,7	7,6	9,3	-0,9	-4,5	2,0	1,1	-1,0

$((1+3./100)*(1+7./100)-1)*100$										
6. Кредитная ставка***	24,4	17,9	15,7	13	11,4	10,7	10,5	9,9		
Расчетная маржа (6-5)	4,7	10,3	6,4	13,9	15,9	8,7	9,4	10,9		
<i>Справочно:</i>										
7. Индекс номинального курса рубля к доллару США (в % прироста в годовом исчислении)*****	-12,1	-3,6	-7,0	2,2	6,5	1,9	4,0	6,0		

* январь – октябрь

** депозитная ставка – средневзвешенная процентная ставка по рублевым депозитам населения в кредитных организациях России сроком до 1 года

*** кредитная ставка, в рублях – средневзвешенная процентная ставка по рублевым кредитам юридическим лицам в кредитных организациях России сроком до 1 года

**** кредитная ставка, в долларах США – средняя в России процентная ставка по кредитам в долларах США, предоставленным нефинансовым организациям сроком до 1 года

***** знак "+" означает укрепление российского рубля к доллару США, "-" - обесценение.

Источники: Международный валютный фонд; Центральный банк РФ (www.cbr.ru), расчеты авторов

Бум внешнего инвестирования был вызван и растущим интересом международных инвесторов к российским финансовым и нефинансовым активам. Одновременно с заимствованиями в виде ссуд и кредитов стремительно росли объемы обязательств российских предприятий и организаций в результате размещения акций и долговых обязательств на рынке корпоративных ценных бумаг. Этому способствовали внешние и внутренние факторы. Увеличение цен на нефть, газ, металлы и другие основные позиции российского экспорта предопределило устойчивое наращивание доходов и прибыли предприятий. Одновременно с этим, поток экспортной выручки способствовал укреплению обменного курса рубля, что, в свою очередь, повышало страновую премию для иностранных инвесторов. Все это в совокупности привело к тому, что российский фондовый рынок в начале 2000-х годов стал одним из самых быстрорастущих среди стран с развивающимися и переходными экономиками (см. табл. 4).

Таблица 4

Динамика основных фондовых индексов

(прирост/снижение, в % за период)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
									I п/г.	II п/г*.
США										
Dow -Jones Industrials Average	25.2	-6.2	-7,1	-16.8	25,3	3.1	-0.6	16.3	7.6	-1,3
Nasdaq Composite	85.6	-39,3	-21,1	-31.5	50,0	8.6	1.4	9.5	7.8	-0,3
Германия DAX	39.1	-7.5	-19.8	-43.9	37.1	7.3	27.1	22.0	21.4	-2,0
Япония Nikkei 225	36.8	-27.2	-23.5	-18.6	24.5	7.6	40.2	6.9	5.3	-16,2
Россия PTC (RTSI)	197.4	-18.2	81.5	38.1	58.0	8.3	83.3	70.7	-1.3	19,6
Китай SSE Composite Index (Shanghai)	н/д	н/д	-20.6	-17.5	10.3	-15.4	-8.3	130.4	42.8	27,6
Индия BSE Sensex (Bombei)	63.8	-20.6	-17.9	3.5	72.9	13.1	42.3	46.7	6.3	30,2

* июль-ноябрь

Источники: <http://finance.yahoo.com> (по цене закрытия); <http://www.rts.ru>, расчеты авторов.

За 1999-2007 гг. индекс РТС вырос в 38,5 раз, при этом его наибольшие годовые приросты (83,3% и 70,7%) были зафиксированы в 2005 и 2006 годах (см. табл. 4). В декабре 2007 г. индекс РТС достиг своего исторического максимума – в 2360,2 пункта (минимальное значение индекса – 37,7 пункта было в октябре 1998 г.). Фондовый рынок России становился все более привлекательным для иностранных инвесторов. Это подтверждают изменения основных индикаторов мирового рынка корпоративных ценных бумаг – коэффициентов Price/Earning ratio (P/E) и Price-to-Book ratio (P/B)¹, - отражающих сравнительную доходность размещаемых акций в разрезе различных стран и типов экономик.

Таблица 5

Доходность российских корпоративных ценных бумаг на внешнем рынке

(на конец периода)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
<i>Коэффициент P/E (Price/Earnings Ratios)*</i>	5.6	12.4	19.9	10.8	24.1	16.6	16.0
Россия (Russia)	5.6	12.4	19.9	10.8	24.1	16.6	16.0
Объединенный индекс (Composite)	17.8	17.9	21.7	16.5	18.9	17.7	19,8
<i>Коэффициент P/B (Price-to-Book Ratios)**</i>							
Россия (Russia)	1.1	0.9	1.2	1.2	2.2	2.5	2,4
Объединенный индекс (Composite)	1.6	1.4	2.0	1.9	2.6	2.7	3.1

* январь-июнь

Источники: International Monetary Fund (www.imf.org); Global Financial Stability Report «Financial Market Turbulence» (Октябрь 2007), * Table 20 «Equity Valuation Measures: Price/Earning Ratios». P.166., ** Table 19 «Equity Valuation Measures: Price-to-Book Ratios». P.165; расчеты авторов

На российском фондовом рынке, начиная со II кв. 2005 г., курсы акций стали расти опережающими темпами по сравнению с рынками других стран. Если в 2001 г. значение P/E для России было ниже уровня данного показателя по всем рынкам более чем в 3 раза (5,6 и 17,8 соответственно), то по итогам 2005 г. – соотношение стало обратным. По России P/E вырос до 24,1 (то есть более чем в 4 раза по сравнению с 2001 г.), и превысил средний уровень (18,9) по всем рынкам. Таким образом, сравнительная доходность российских акций на мировых рынках поднялась выше среднего уровня, что стало одним из ключевых факторов расширения притока вложений в бумаги российских компаний со стороны иностранных инвесторов. Значения коэффициента P/B для акций российских компаний на всем протяжении 2001-2007 гг., хотя и оставались ниже

¹ **Коэффициент Price/Earning ratio (P/E)** – характеризует соотношение текущей рыночной цены акции и чистой прибыли компании-эмитента в расчете на одну акцию за последние 12 месяцев. **Коэффициент Price-to-Book ratio (P/B)** – представляет собой отношение текущей рыночной цены акции к балансовой стоимости активов в расчете на одну акцию.

объединенного индекса на всех рынках, тем не менее, изменение их уровней практически постоянно было синхронным (см. табл. 5).

В 2006 г. Россия вышла на четвертое место в мире по объему средств (17,5 млрд. долларов), привлеченных посредством первичного размещения акций (после США, Китая и Франции)². В 2007 г. - масштабный приток в страну иностранных инвестиций продолжился. Так, по данным мирового аналитического агентства Ernst&Young, за январь-ноябрь Россия привлекла на мировом рынке корпоративных ценных бумаг средств на сумму в 25 млрд. долларов (из них 15,83 млрд. долларов – в 1 полугодии). Несмотря на снижение инвестиционной активности во второй половине года, по итогам 11 месяцев 2007 г. российские эмитенты обеспечили почти 10% от мирового объема размещений IPO, против 7,1% в 2006 году. При этом среди них – самое крупное в мире – IPO Внешторгбанка (ВТБ) на 7,97 млрд. долларов. Этому способствовало не только сохранение благоприятных основополагающих макроэкономических показателей (*fundamentals*), но и влияние факторов институционального характера, снизивших для российских компаний цену привлечения капиталов извне:

- повышение кредитного рейтинга России со стороны ОЭСР, сделавшее зарубежные кредиты более доступными;
- сохранение относительно низких затрат по размещению ценных бумаг на внешнем рынке;
- либерализация с 1 июля 2006 г. движения финансовых потоков по капитальным операциям. Хотя в части рынка акций и государственных ценных бумаг закон о валютном регулировании оставил Банку России возможность устанавливать нормативное резервирование средств по определенным видам операций³, принятые поправки к закону отменили требования о резервировании валютной выручки при проведении валютных операций на специальных счетах в Центральном банке;
- вступление в силу с начала 2007 г. разрешения Банка России на покупку нерезидентами акций российских банков.

² Источник: Dealogic, Thomson Financial, Ernst & Young.

³ С 1 мая 2006 года Центральный банк РФ снизил в 2 раза установленные нормативы резервирования средств при осуществлении валютных операций, связанных с оттоком и притоком капитала. Также был отменен норматив обязательной продажи части валютной выручки российских граждан и компаний.

Внешняя задолженность нефинансовых корпораций

Одним из ключевых внутренних факторов, обусловивших быстрый рост российской экономики после валютно-финансового кризиса 1998 г., являлся рост капитальных вложений. При наращивании валового внутреннего продукта (ВВП) в 1999-2007 гг. в среднем на 6,9% в год и промышленного производства – на 6,2%, среднегодовой прирост валового накопления основного капитала составил 10,7 процентов. Почти три четверти общего объема инвестиций в основной капитал вкладывалось в добычу полезных ископаемых и обрабатывающие производства, связанных с переработкой сырья (металлургия и производство готовых металлоизделий, нефтехимия). Рентабельность активов⁴ и продукции⁵ в этих отраслях российской промышленности значительно выше среднего уровня по экономике. По мере увеличения степени передела продукции, прибыльность инвестирования резко снижается. В производстве машин и оборудования, а также продукции конечного потребительского спроса – она ниже среднего уровня (что связано с высокой степенью износа основных фондов и малой конкурентоспособностью выпускаемой продукции в связи с несовершенством производственных технологий). Как следствие – в фондообразующие производства направляется менее 1% от общего объема инвестиций в нефинансовые активы (см. табл. 6).

Таблица 6

Сравнительная прибыльность инвестирования в нефинансовые активы по видам экономической деятельности*

(в % к итогу)

	2004			2005			2006			2007**		
	Рентаб. продук-и, работ, услуг, %	Рентаб. активов, %	Доля инвест-й в общем объеме, %	Рентаб. продук-и работ, услуг, %	Рентаб. активов %	Доля инвест-й в общем объеме, %	Рентаб. продук-и, работ, услуг, %	Рентаб. активов, %	Доля инвест-й в общем объеме, %	Рентаб. продук-и, работ, услуг** %	Рентаб. активов %	Доля инвест-й в общем объеме, %
Всего:	13,9	7,8	100	14,6	8,4	100	14,0	9,3	100	13,9	6,7	100
из них по организациям с основным видом деят-ти Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	6,5	3,8	3,3	7,5	3,3	3,2	9,0	4,0	4,0	17,3	5,4	4,7
Добыча полезных ископаемых	32,7	13,1	16,8	38,0	20,6	15,2	30,9	16,5	17,3	27,9	11,8	19,0

⁴ **Рентабельность активов** – отношение сальдированного финансового результата к общему объему производственных активов отражает среднюю доходность, полученную на все источники капитала (собственного и заемного).

⁵ **Рентабельность проданных продукции, работ и услуг** – отношение сальдированного финансового результата от продаж к себестоимости проданных товаров, работ, услуг.

из нее добыча топл.-энергетических полезных ископаемых	31,9	12,2	15,2	37,3	20,9	13,5	29,5	16,5	15,8	27,4	12,2	17,3
Обрабатывающие производства	15,3	11,0	17,4	15,8	11,7	17,6	15,9	15,1	16,4	18,5	11,2	16,7
из них:												
- металлургическое произв-во и производство готовых металлоизделий	32,7	27,2	н/д	26,7	20,3	4,7	31,9	25,7	4,3	33,7	20,8	4,0
- производство машин и оборудования	7,2	4,5	н/д	8,5	6,2	0,5	8,8	6,5	0,7	9,2	5,4	0,7
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	7,8	3,3	8,4	7,1	4,1	7,8	3,8	3,1	7,8	4,2	1,5	7,9
Строительство	5,3	3,4	3,1	4,8	3,2	2,9	5,6	3,9	3,3	5,2	2,2	2,7
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных ср-в, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	11,0	9,0	2,7	11,2	7,6	2,8	11,5	9,9	2,9	8,6	5,2	3,0
Транспорт и связь	13,4	6,2	25,0	13,8	4,6	28,8	14,3	5,0	26,8	17,7	5,0	24,3
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	13,3	4,9	12,6	7,6	4,0	11,5	11,6	3,6	10,6	9,9	3,0	11,9

* без субъектов малого предпринимательства и неформальной деятельности.

** январь-сентябрь

Источник: Росстат.

Ключевой тенденцией изменения в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал являлось последовательное снижение доли собственных средств и рост – привлеченных. При этом иностранные инвестиции играли весьма незначительную роль. Так, в 2001-2007 гг. среди источников финансирования инвестиции из-за рубежа не превышали 4-6%, в том числе кредиты иностранных банков 1-2% общего объема капитальных вложений (см. табл. 7).

Таблица 7

Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования

(в процентах к итогу %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Инвестиции – всего	100	100	100	100	100	100	100	100
в том числе:								
Собственные средства	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	45,1	44,3	42,8
Привлеченные средства	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	54,9	55,7	57,2
из них:								
Кредиты банков	2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,3	8,9	10,2
Инвестиции из-за рубежа	4,7	4,5	4,9	3,9	5,9	5,2	6,1	4,8
В том числе:								
кредиты иностранных банков	0,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0	1,5	1,1
Средства от выпуска корпоративных облигаций и эмиссии акций**	-	0,1	0,4	0,5	0,4	0,6	2,3	2,4

* январь-сентябрь

** общий объем средств, полученный от размещения на внешнем и внутреннем фондовых рынках.

Источник: Росстат, расчеты авторов.

Несмотря на свою относительно малую величину прямые иностранные инвестиции играют позитивную роль в развитии российской экономики, поскольку их структура в большей степени отвечает потребностям модернизации сложившейся экспортно-сырьевой модели воспроизводства российской экономики. Так, на протяжении 2004-2006 гг. доля вложений в обрабатывающие производства в структуре прямых иностранных инвестиций была существенно выше, чем ее аналог в объеме всех капитальных вложений в стране: в 2004 г. – 30,9% и 17,4% соответственно, в 2005 г. – 46,1% и 17,6%, в 2006 г. – 19% и 16,4% (см. табл. 8).

Таблица 8

**Структура прямых иностранных инвестиций, поступивших в Россию
по видам экономической деятельности**

	(в % к итогу)			
	2004	2005	2006	2007*
Прямые иностранные инвестиции, всего	100	100	100	100
из них:				
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	0,9	0,9	1,5	0,7
Добыча полезных ископаемых	43,3	30,7	33,1	64,1
Обрабатывающие производства	30,9	46,1	19,0	12,1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0,0	1,1	0,4	0,5
Строительство	0,9	0,9	2,0	2,9
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	10,2	5,9	6,2	7,0
Транспорт и связь	2,1	1,9	2,8	1,3
Финансовая деятельность	3,8	4,5	11,0	2,3
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	6,9	7,1	23,5	8,4

* январь-сентябрь.

Источник: Росстат.

По данным Росстата за январь-сентябрь 2007 г. приток иностранных инвестиций в сектор нефинансовых корпораций вырос в 2,5 раза (до 87,9 млрд. долларов США против 35,3 млрд. долларов США за соответствующий период 2006 г.). Основная часть привлеченных средств была направлена на покупку профильных активов (приобретение собственности) и погашение предыдущих заимствований. Так, например, в феврале 2007 г. «Газпром» использовал поступившие от размещения еврооблигаций средства (2 млрд. долларов США) для покупки контрольного пакета акций в проекте «Сахалин-2» и части распродаваемых активов «ЮКОСа». В марте 2007 г. - «Роснефть» получила на внешнем рынке рекордно большой кредит (22 млрд. долларов США) для приобретения на аукционах активов «ЮКОСа». Особо следует отметить, что почти треть прямых иностранных инвестиций обеспечила одна сделка. В первой половине 2007 г. Энинефтегаз (на

60% контролируется Enel, а на 40% - Eni) за 5,8 млрд. долларов США при распродаже приобрел активы «ЮКОСа». В результате активного внешнего финансирования в структуре использования поступивших иностранных инвестиций, последовательно растет доля средств, направленная на обслуживание банковских кредитов и займов. По итогам 9 месяцев 2007 г. она возросла до 15,1% от общего объема привлеченных средств, против 8-10% в 2003-2006 гг. (см. табл. 9).

Таблица 9

Иностранные инвестиции, поступившие в нефинансовый сектор экономики России
(прирост (+) / снижение (-) за период)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
	в млрд. долларов						
Общий объем инвестиций	14.3	19.8	29.7	40.5	53.7	55.1	87.9
из него использовано на:							
Инвестиции в основной капитал	н/д	н/д	3,9	6,9	10,8	12,8	9,6
Погашение кредитов банка и займов, и выплата процентов по ним	н/д	н/д	3,1	4,9	4,3	4,4	13,3
	в % к итогу						
Общий объем инвестиций	100	100	100	100	100	100	100
из него использовано на:							
Инвестиции в основной капитал	н/д	н/д	13.1	17.0	20.0	23.1	10.9
Погашение кредитов банка и займов, и выплата процентов по ним	н/д	н/д	10.6	12.1	8.1	7.9	15.1

* январь-сентябрь.

Источник: Росстат, расчеты авторов.

Внешняя задолженность банков

Экономический рост, последовавший после многолетнего спада производства, способствовал поступательному развитию и укреплению банковской системы. С 1999 г. по 2006 г. ее активы выросли в 9 раз с 1696 млрд. рублей (35% ВВП) до 12446 млрд. рублей (46% ВВП), а капитал в 10 раз с 166 млрд. рублей (3% ВВП) до 1690 млрд. рублей (6% ВВП). Расширение производства, потребления и инвестиций увеличило спрос на кредитные ресурсы. Привлечение дополнительных средств стало необходимым не только для обновления, но и для расширения имеющейся материально-технической базы хозяйствующих субъектов, что стало возможным в результате улучшения их финансового состояния. Общий объем кредитования банками организаций и населения в 2000-2006 гг. увеличился в 18 раз с 437,3 млрд. рублей (9,1% ВВП) на начало 2000 г. до 7799,8 млрд. рублей (29,1% ВВП) на конец 2006 г. (см. табл. 10).

Таблица 10

Объем кредитов, предоставленных кредитными организациями

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	<i>в млрд. рублей (на конец года)</i>							
Всего	437,3	766,3	1258,6	1726,2	2563,2	3757,1	5310,0	7799,8
Рублевые	244,4	513,7	887,8	1154,8	1762,4	2797,0	3918,7	6074,1
Валютные	193,0	252,6	370,8	571,4	800,8	960,1	1391,2	1725,7
	<i>в % к ВВП</i>							
Всего	9,1	10,5	14,1	15,9	19,4	22,0	24,6	29,1
Рублевые	5,1	7,0	9,9	10,7	13,3	16,4	18,1	22,7
Валютные	4,0	3,5	4,1	5,3	6,0	5,6	6,4	6,4

Источник: Центральный банк РФ (www.cbr.ru) расчеты авторов

Расширение внутреннего кредитования опиралось на рост внешней задолженности. Зарубежные заимствования становятся крупнейшим и едва ли не основным источником финансирования для ведущих российских банков (не в последнюю очередь с высокой долей участия государства). Это привело к изменению направления чистого потока валютно-финансовых средств по банковским каналам между нашей страной и остальным миром. Если в 2000 г. банковская система являлась «нетто-кредитором» остального мира (положительная величина чистых иностранных активов составляла 2,8% ВВП), то в 2003 г. направление потоков изменилось и к началу 2007 г. превышение иностранных обязательств над активами (авуары чистых иностранных активов – отрицательны) достигло 4,0% ВВП (см. табл. 11).

Таблица 11

Иностранные активы и пассивы кредитных организаций

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	<i>млрд. рублей, на конец года</i>						
Иностранные активы	491,0	546,9	605,0	608,5	707,1	1092,8	1643,2
Иностранные пассивы.	284,8	342,2	409,8	682,2	892,6	1480,8	2723,3
Чистые иностранные активы	206,2	204,7	195,2	-73,7	-185,6	-388,1	-1080,1
	<i>в % к ВВП</i>						
Иностранные активы	6,7	6,1	5,6	4,6	4,1	5,1	6,1
Иностранные пассивы.	3,9	3,8	3,8	5,2	5,2	6,8	10,2
Чистые иностранные активы	2,8	2,3	1,8	-0,6	-1,1	-1,8	-4,0

Источник: Центральный банк РФ (www.cbr.ru), расчеты авторов

Одновременно с увеличением чистого внешнего долга банков рос и чистый валютный долг национальной экономики перед банковской системой. Последовательное укрепление рубля относительно доллара США сначала в реальном, а с 2003 г. и в номинальном выражении способствовало дедолларизации финансовых активов. Так, например, доля депозитов населения и организаций в иностранной валюте в общем объеме вкладов в банковскую систему сократилась с 37,9% на начало 1999 г. до 20,4% на начало 2007 г. При этом валютное кредитование национальной экономики продолжало расти. В результате чистый валютный долг нефинансовых корпораций, организаций и населения перед банковской системой, представляющий собой разницу между объемами иностранной валюты, предоставленной банками в виде кредитов, и привлеченной на их валютные счета, нарастал. Если на начало 1999 г. предоставление кредитов в иностранной валюте превышало ее привлечение на 42,6 млрд. рублей (1,6% ВВП), то на конец 2006 г. чистый внутренний валютный долг экономики перед банковской системой увеличился в 15 раз до 646,3 млрд. рублей (2,4% ВВП) (см. табл. 12).

Таблица 12

**Чистая позиция банковской системы по отношению
к внутренней экономике**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	<i>Млрд. рублей (на конец года)</i>								
Чистая позиция в иностранной валюте	-42,6	-54,9	43,1	42,4	-9,2	-191,4	-182,0	-344,7	-646,3
Депозиты в иностранной валюте	210,5	191,2	309,3	427,9	572,9	620,0	792,8	1059,5	1091,1
Кредиты в иностранной валюте	253,1	246,1	266,2	385,5	582,1	811,4	974,8	1404,2	1737,4
Чистая позиция в рублях	42,6	-33,4	-186,0	-386,0	-422,3	-577,9	-1085,0	-1331,5	-1884,7
Депозиты в рублях	153,0	227,6	356,0	514,5	750,4	1210,3	1748,4	2631,4	4245,9
Кредиты в рублях	110,4	261,0	541,9	900,6	1172,8	1788,2	2833,4	3962,9	6130,6
	<i>в % к ВВП</i>								
Чистая позиция в иностранной валюте	-1,6	-1,1	0,6	0,5	-0,1	-1,4	-1,1	-1,6	-2,4
Чистая позиция в рублях	1,6	-0,7	-2,5	-4,3	-3,9	-4,4	-6,4	-6,2	-7,0

Источник: Центральный банк РФ (www.cbr.ru), расчеты авторов

В то же время, чистый рублевый долг банковской системы перед национальной экономикой рос быстрее, нежели валютный. Так, если на конец 1999 г. чистый рублевый долг составил 33,4 млрд. рублей (0,7% ВВП), то к 1 января 2007 г., увеличившись в 55 раз, он достиг 1884,7 млрд. рублей (7,0% ВВП) (см. табл. 12). Несмотря на существенное превышение чистого рублевого долга над валютным, быстрый рост последнего может вызвать серьезные дисбалансы в банковской сфере. При резком изменении курсовых соотношений валютный риск –

риск получения убытков вследствие изменения курса иностранных валют по отношению к рублю – увеличивается. При значительном ослаблении рубля относительно доллара США и других мировых валют возможен рост неплатежей по предоставленным банками валютным кредитам вследствие существенного удорожания их обслуживания. Таким образом, в случае масштабного отказа от погашения валютных кредитов потери заемщиков могут сказаться на финансовой устойчивости кредитных организаций, что потребует привлечения значительных финансовых средств или со стороны Банка России, или за счет заимствований на внешнем рынке.

Российская банковская система в последние годы во все большей степени играет роль посредника между внешними финансовыми рынками и внутренними заемщиками. Устойчивости тенденции увеличения пассива международной инвестиционной позиции банков, также способствует чрезвычайно малая роль и значение существующего механизма рефинансирования кредитных организаций со стороны Центрального банка. Уязвимость российской банковской системы от внешних рисков в полной мере проявилась летом и осенью 2007 г. в разгар кризиса на мировых финансовых рынках.

Российская экономика и кризис на мировых финансовых рынках

Основой неурядиц на мировых финансовых рынках явился ипотечный кризис на американском рынке недвижимости, назревавший в течение нескольких лет и вызванный ростом процентных ставок по ипотечным закладным *subprime* (ипотека для заемщиков с низким уровнем кредитоспособности). Дефолты по этим высокорискованными кредитам спровоцировали кризис на рынке, обеспеченных ими, ипотечных облигаций. Распространившись на рынок недвижимости и строительную отрасль, кризис привел к сокращению продаж домов и падению цен на них, к отказу многих инвесторов от участия в рефинансировании ипотечных обязательств. Финансовые компании вынуждены были сбрасывать ценные бумаги с ухудшившимися рейтингами, в результате чего некоторые из ведущих американских банков могут закончить 2007 г. с убытками. Так, финансовая группа Merrill Lynch из-за списания стоимости кредитных инструментов потеряла в III кв. 2007 г., рекордную за всю историю Уолл-стрита сумму в 8,4 млрд. долларов США,

из которых 7,9 млрд. долларов - убытки, связанные с переоценкой ипотечных облигаций, Citigroup объявила о списании 11,5, а UBS- более чем 10 млрд. долларов США. По оценкам, опубликованным в печати, в целом общие потери американских финансово-кредитных организаций могут составить от 150 до 450 млрд. долларов, что эквивалентно 1-4% ВВП страны. Проблемы, порожденные ипотечным и кредитным кризисом в США, по единодушному мнению аналитиков, сохранятся и в 2008 г., а их последствия грозят не только финансовым рынкам и сползанием американского хозяйства в рецессию, но и замедлением экономического роста в ведущих западных странах.

Кризис на рынке рискованного ипотечного кредитования США повлек за собой проблемы и сбои во всей финансовой системе. Недоверие и нежелание банков кредитовать друг друга повлекло за собой рост процентных ставок, сначала на американском, а в последующем и на мировом финансовом рынке. В этих условиях, впервые с 2002 г. Федеральная резервная система США (ФРС США), осенью 2007 г. (18 сентября и 31 октября 2007 г.) дважды снизила базовую ставку по федеральным фондам (federal funds rate), сначала на 0,5 п.п., а затем еще на 0,25 п.п. с 5,25% до 4,5% годовых. Эта ставка служит ориентиром при кредитовании банков друг друга. В дальнейшем с целью поддержания устойчивости экономики и стабильности финансовой системы ФРС США 11 ноября, в третий раз с начала кризиса, снизила базовую ставку еще на 0,25 п.п. до 4,25 процентов. Одновременно с этим ФРС США снизила учетную ставку (discount rate), по которой она напрямую кредитует коммерческие банки, на 0,25 п.п. до 4,75 процентов.

Напряженность на мировых финансовых рынках сказалась на курсовых соотношениях. После снижения ФРС США ставки рефинансирования курс американской валюты начал стремительно падать. Так, если на 1 августа курс доллара к евро составлял 1,367, то 23 ноября он достиг минимума в 1,486 доллара США за евро, то есть понизился на 8 процентов. Для российского рынка это сказалось на отношении пары рубль/доллар и привело к значительному укреплению рубля. Национальная валюта 24 ноября достигла максимума в 24,265 рублей за доллар США, то есть укрепилась на 5,3% по отношению к 1 августу 2007 г., когда ее курс равнялся 25,545 рублей за доллар США.

Последствием кредитного кризиса в США стала нехватка свободных денежных средств на международных финансовых рынках. В этих условиях инвесторы стремились перевести свои финансовые вложения в инструменты, гарантирующие меньшие риски, и выводили свои инвестиции с развивающихся рынков. Разворот мировых финансовых потоков привел к оттоку спекулятивных денег иностранных инвесторов с российского финансового рынка, что привело к заметному сокращению, по-существу, единственному на протяжении всего 2007 г., золотовалютных резервов Банка России. Они сократились с 10 по 24 августа на 6,4 млрд. до 413,8 млрд. долларов США.

В начале осени 2007 г. российские банки столкнулись с серьезным недостатком ликвидности из-за резкого сокращения притока зарубежных денег, и их оттока за рубеж. Пока, на Западе процентные ставки на заемные ресурсы находились на низком уровне, а масштабный приток экспортной выручки подпитывал ликвидность, создавалось впечатление, что состояние российской банковской системы относительно благополучно и в ней много свободных денег. Но регулярная напряженность с ликвидностью в конце каждого календарного месяца, в период налоговых платежей, указывала на ошибочность этого впечатления. В полной мере это проявилось во второй половине 2007 года.

До осени 2007 г., при постоянном избытке рублей на денежном рынке, однодневные кредиты на межбанковском кредитном рынке (МБК) стоили очень дешево - в пределах 1-3% годовых. В этих условиях было выгоднее занять ресурсы на МБК, чем обратиться в Центральный банк за рефинансированием, так как ставки его операций по предоставлению ликвидности были вдвое выше рыночных. Во второй половине 2007 г. ситуация изменилась. На межбанковском рынке возросла напряженность с ликвидностью. В июле-октябре 2007 г. ликвидные активы кредитных организаций в Банке России⁶ сократились более чем в 2 раза с 1282,6 млрд. рублей до 631,9 млрд. рублей по состоянию на конец июля и октября соответственно.

В результате ухода в иностранную валюту и недостатка ликвидности в банковской системе России возросли процентные ставки. Если средняя процентная

⁶Ликвидные активы кредитных организаций включают корреспондентские счета и депозиты кредитных организаций в Банке России, облигации Банка России у кредитных организаций и прочие обязательства Банка России перед кредитными организациями.

ставка на внутреннем межбанковском рынке по предоставленным кредитам в рублях сроком на 1 день в январе-июле 2007 г. составляла 3,6% годовых, то в последующие месяцы она значительно выросла. В августе до 5,2%, сентябре – до 6,2%, а в октябре снизилась до 5,7% годовых. При этом в отдельные дни периода налоговых платежей ее максимальное значение превышало отметку в 8% годовых.

В этих условиях Банком России были приняты меры регулирующего характера. Для нейтрализации проблем с ликвидностью и в целях предоставления кредитным организациям больших возможностей по управлению собственной ликвидностью, был изменен ряд нормативных требований, а также начаты ранее не проводившиеся операции и процедуры:

- снижены нормативы отчислений в фонд обязательных резервов (ФОР);
- увеличены объемы средств ФОР, доступные банкам;
- снижены ставки по кредитам под залог валюты (валютный своп);
- увеличены объемы кредитования под залог ценных бумаг (РЕПО);
- снижены требования к эмитентам бумаг для сделок РЕПО;
- начаты операции с кредитованием под залог кредитных портфелей.

Кроме изменения нормативных требований Банк России предпринял активные действия по поддержке краткосрочной ликвидности коммерческих организаций, что позволило преодолеть ее сжатие на межбанковском рынке без существенных последствий для банковской системы. В результате, задолженность кредитных организаций перед Банком России⁷ увеличилась с 3,1 млрд.рублей до 193,4 млрд. рублей, соответственно, по состоянию на конец июля и конец октября 2007 года. Эти масштабные вливания резко контрастируют с ситуацией января-июля, когда, максимальная задолженность кредитных организаций перед Банком России по состоянию на конец февраля составляла только 45,7 млрд. рублей.

Дефицит на денежном рынке покрывался займами у Банка России. Если до проблем с ликвидностью в январе-июле среднемесячные размеры прямого РЕПО не превышал 175,7 млрд. рублей, то в августе объем предоставленных Банком России средств посредством аукционов прямого РЕПО достиг 1860,5 млрд. рублей. Объем заключенных сделок в ноябре более чем в 1,5 раза превысил августовские

⁷ Средства, предоставленные кредитным организациям на условиях РЕПО, приобретенные Банком России ценные бумаги кредитных организаций, а также ссуды, предоставленные банкам с отозванной лицензией, и просроченные проценты по ним.

показатели и составил 2921,6 млрд. рублей. При этом в период налоговых платежей только за два дня (28-29 ноября) посредством операций прямого РЕПО банки привлекли рекордную сумму в 570,9 млрд. рублей.

В результате ипотечного кризиса в США и проблем в мировой финансовой системе деньги на западных рынках подорожали. Российским банкам стало сложнее и дороже занимать на Западе. Это заставило их не только повышать ставки, но и тщательнее отбирать заемщиков. Повышение ставок по потребительским кредитам и ужесточение требований к заемщикам, несомненно, является положительным фактором, снижая риски невозврата кредитов. Так, по данным Банка России в сентябре 2007 г. средневзвешенная ставка по рублевым кредитам населению сроком на 3-6 месяцев увеличилась до 20,3% годовых против 17% в предыдущем месяце. Повышение ставок коротких и быстро обращающихся кредитов позволит банкам не только больше зарабатывать, но и оценить реакцию заемщиков. Были также подняты ставки и по кредитам корпоративным клиентам на 1-2 процентных пункта. При этом банки резко сократили сроки кредитования. Большинство кредитов стали выдаваться на срок до полугодия, что стало для российской экономики одним из самых серьезных негативных последствий кризиса на мировых финансовых рынках.

Риски внешнего финансирования

Заблаговременные, эффективные и последовательные действия Банка России осенью 2007 г. позволили кредитным организациям получать в критические периоды необходимые им финансовые ресурсы в достаточных объемах и по приемлемым рыночным ставкам. Хотя кратковременный дефицит ликвидности на российском финансовом рынке и вызвал определенные трудности в рефинансировании банков, но это не создало серьезных рисков для финансовой устойчивости экономики. Несмотря на то, что внутренних фундаментальных проблем ни в банковской системе, ни в целом в российской экономике нет, тем не менее, последствия недостатка ликвидности, ограничения и удорожания внешнего финансирования скажутся на состоянии национального хозяйства России.

После валютно-финансового кризиса 1998 г. произошло существенное изменение международной инвестиционной позиции по внешнему долгу

Российской Федерации. Более чем полуторный рост номинальной величины внешнего долга с 189,2 млрд. долларов США на конец 1998 г. до 310,6 млрд. долларов США на начало 2007 г. сопровождался более чем двукратным снижением его относительного размера – с 69,9% ВВП до 31,5% ВВП соответственно. При этом принципиально изменилась структура долга: задолженность государства перед нерезидентами снизилась, а корпораций – выросла. Внешний долг органов государственного управления сократился почти в три раза - с 154,7 млрд. долларов США (57,1% ВВП) на конец 1998 г. до 44,7 млрд. долларов США (4,6% ВВП) к началу 2007 года. Процессы противоположной направленности происходили в корпоративной сфере. Объем внешней задолженности банков за 1999-2006 гг. вырос в 10 раз - с 10,9 млрд. долларов США (4,0% ВВП) на 1 января 1999 г. до 101,2 млрд. долларов США (10,3% ВВП) на 1 января 2007 года. Быстро рос внешний долг и прочих секторов. За этот период его номинальная величина увеличилась больше чем в 8 раз и к 1 января 2007 года составила 160,7 млрд. долларов США (16,3% ВВП) по сравнению с 19,6 млрд. долларов США (7,2% ВВП) на конец 1998 г. (см. табл. 13).

Таблица 13.

Международная инвестиционная позиция по внешнему долгу Российской Федерации в 1998-2006 годах

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
	<i>в млрд. долларов, на конец года</i>								
Внешний долг, всего	189,2	178,6	159,9	146,3	152,3	186,0	213,5	257,2	310,6
Органы государственного управления	154,7	146,3	116,7	103,0	96,8	98,2	97,2	71,1	44,7
Органы денежно-кредитного регулирования	4,0	3,0	11,9	8,1	7,5	7,8	8,2	11,0	3,9
Банки	10,9	8,2	9,0	11,3	14,2	24,9	32,3	50,1	101,2
Прочие секторы	19,6	21,1	22,4	23,9	33,8	55,1	75,7	125,0	160,7
	<i>в % к ВВП</i>								
Внешний долг, всего	69,9	91,5	61,6	47,7	44,1	43,1	36,1	33,7	31,5
Органы государственного управления	57,1	75,0	44,9	33,6	28,0	22,8	16,4	9,3	4,6
Органы денежно-кредитного регулирования	1,5	1,5	4,6	2,6	2,2	1,8	1,4	1,4	0,4
Банки	4,0	4,2	3,5	3,7	4,1	5,8	5,5	6,6	10,3
Прочие секторы	7,2	10,8	8,6	7,8	9,8	12,8	12,8	16,4	16,3
	<i>В % к итогу</i>								
Внешний долг, всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Органы государственного управления	81,8	81,9	73,0	70,4	63,6	52,8	45,5	27,6	14,4
Органы денежно-кредитного регулирования	2,1	1,7	7,4	5,5	4,9	4,2	3,8	4,3	1,3
Банки	5,8	4,6	5,6	7,7	9,3	13,4	15,1	19,5	32,6
Прочие секторы	10,4	11,8	14,0	16,3	22,2	29,6	35,5	48,6	51,7

*Дата последнего обновления 29 декабря 2007 года

Источник: Центральный банк (www.cbr.ru), расчеты авторов

Масштабное погашение, в том числе и досрочное, государственного внешнего долга при интенсивном привлечении заемных средств частным сектором существенно изменило структуру внешнего долга. На конец 1998 г. 81,8% внешней задолженности приходилось на сектор органов государственного управления и лишь 16,2% - на корпорации (нефинансовые – 10,4%, финансовые – 5,8%). По состоянию на 1 января 2007 года, внешний долг государства снизился до 14,4%, в то время как совокупная международная задолженность корпораций достигла 85,6% ее общего объема (нефинансовых – 51,7%, финансовых – 32,6 процента) (см. таб. 13). Внешнее финансирование банков и нефинансовых корпораций в последние годы стало определяющим фактором изменения общей величины и структуры обязательств Российской Федерации перед нерезидентами.

Несмотря на то, что внешняя долговая нагрузка корпораций в последние годы растет очень интенсивно, общий уровень внешнего долга страны весьма далек от критичной черты. Коэффициент долгового обслуживания внешней задолженности – отношение общей суммы непогашенного долга страны к объему экспорта товаров и услуг – в последние годы устойчиво снижался. В 2004 г. он равнялся 104,8%, в 2005 г. – 95,7%, а в 2006 г. снизился до 92,5%. Таким образом, Россия далека от критического порога данного параметра внешнего долга, который Лондонский клуб кредиторов оценивает в 275 процентов. Уровень золотовалютных резервов страны достаточен для покрытия потенциальных рисков, угрожающих состоянию платежного баланса. Резервы – это страховка на случай непредвиденного оттока валютно-финансовых средств за рубеж. Величина золотовалютных резервов России значительно превышает все, даже самые жесткие критерии их разумной достаточности, включая критерий Редди. В соответствии с ним иностранные активы должны покрывать объем трехмесячного импорта товаров и услуг плюс весь размер необходимых годовых платежей, как по суверенному, так и по частному внешнему долгу. Объем международных резервов России на конец 2007 г. достиг 476,4 млрд. долларов США, что эквивалентно 20-ти месячному размеру импорта товаров и услуг.

Отличительной особенностью 2007 г. стал большой объем внешних привлечений предприятиями и банками с высокой долей участия государства в уставном капитале. Это рекордные по размерам кредиты «Газпрому» и

«Роснефти», масштабное зарубежное размещение акций «Внешторгбанка». Гарантом своевременного обслуживания таких обязательств неявно выступает государство. В случае, ухудшения финансового состояния таких компаний и банков, стратегически значимых для национального хозяйства, государство в той или иной мере вынуждено будет покрывать их обязательства, что, несомненно, приведет к дополнительной нагрузке на бюджет и валютные резервы и может стать фактором роста уязвимости финансовой системы страны. Сегодня эти риски минимальны, поскольку даже с учетом обязательств предприятий и банков, основным акционером которых является государство, размер суверенного долга не критичен. Внешний долг сектора государственного управления в расширенном определении⁸ на конец первого полугодия 2007 г. составлял 40,5% объема золотовалютных резервов страны или 135,1% - Стабилизационного Фонда.

При сложившихся параметрах долговой нагрузки государства, банков и нефинансовых корпораций риски подрыва устойчивости финансовой системы в целом и отдельных ее сегментах невысоки. Соответственно это касается рисков дестабилизации национальной валюты и формирования предпосылок валютного кризиса. (Обычно, под ним понимается падение в течение нескольких месяцев курса национальной валюты на 25-30% и более и аналогично сопоставимое сокращение международных резервов). Как свидетельствуют статистические данные о краткосрочных долговых обязательствах перед нерезидентами, их параметры весьма далеки от чрезмерных значений. Так, на 1 июля 2007 г. краткосрочные обязательства составляли: по сектору государственного управления - 5,9% задолженности сектора; по банкам – 32,3% и по прочим секторам (нефинансовые корпорации) – 15,1% (см. табл. 14). Уровни внешней задолженности, и в первую очередь, краткосрочной, не провоцируют ослабление банковской системы и ухудшение финансового состояния предприятий. Несмотря на то, что у государства, банков и корпораций в настоящее время нет проблем с обслуживанием внешнего долга, тем не менее, необходим постоянный мониторинг динамики и структуры движения трансграничных потоков валютно-финансовых

⁸ Внешний долг государственного сектора в расширенном определении охватывает внешнюю задолженность органов государственного управления, органов денежно-кредитного регулирования, а также тех банков и нефинансовых предприятий, в которых органы государственного управления и денежно-кредитного регулирования напрямую или опосредованно владеют 50 и более процентами участия в капитале или контролируют их иным способом. Долговые обязательства перед нерезидентами остальных резидентов, не попадающих под данное определение, классифицируются как внешний долг частного сектора.

средств, с целью выявления возможных угроз своевременному обслуживанию внешнего долга российскими резидентами в будущем.

Таблица 14

**Внешний долг Российской Федерации перед нерезидентами
(аналитическое представление)**

(млрд. долл. США, на конец периода)

	2006		2007*	
	стандартное определение	расширенное определение	стандартное определение	расширенное определение
Внешний долг Российской Федерации, всего	309,7	309,7	384,8	384,8
Краткосрочные обязательства	55,3	55,3	77,9	77,9
Доля в задолженности, %	17,9	17,9	20,2	20,2
Органы государственного управления/ государственный сектор в расширенном определении	44,7	134,4	40,7	164,4
Краткосрочные обязательства	2,4	15,7	2,4	10,5
Доля в задолженности сектора, %	5,4	11,7	5,9	6,4
Органы денежно-кредитного регулирования	3,9	-	1,1	-
Краткосрочные обязательства	3,9	-	1,1	-
Доля в задолженности сектора, %	100	-	100	-
Банки	101,2	59,9	131,0	76,9
Краткосрочные обязательства	39,5	30,1	42,3	36,0
Доля в задолженности сектора, %	39,0	50,3	32,3	46,8
Прочие секторы	159,9	115,4	212,0	143,5
Краткосрочные обязательства	9,5	9,5	32,1	31,4
Доля в задолженности сектора, %	5,9	8,2	15,1	21,9

*январь-июнь, дата последнего обновления 9 октября 2007 года

Источник: Центральный банк (www.cbr.ru), расчеты авторов

Более значимое влияние на текущее состояние российской экономики оказывает зависимость уровня внутренней ликвидности от внешней подпитки. Кризис ипотечного кредитования в США и обострение проблем на западных финансовых рынках, привели к сужению источников финансирования, к затруднению доступа и удорожанию привлечений для российских заемщиков. В наиболее уязвимом положении оказались банки, ориентированные на зарубежное фондирование, для которых ограничили возможности по получению внешних заимствований в необходимых объемах и по приемлемым ценам. В настоящее время внешние займы необходимы для российской экономики и у нее есть потенциал для увеличения внешнего долга без существенного ущерба для устойчивости финансовой системы. Тем не менее, следует особо подчеркнуть, что если кризис на мировом финансовом рынке станет затяжным, то для российских банков насущной проблемой станет поиск средств, необходимых для долгосрочных

финансовых операций, а предоставляемые ими кредиты продолжат дорожать и дальше. Ограниченность внутренних ресурсов для интенсивного роста банковской системы и, в первую очередь, объективно существующий недостаток долгосрочных средств, приведут к замедлению динамики как корпоративного, так и потребительского, в том числе, и ипотечного кредитования. Соответственно, снижение динамики кредитования национального хозяйства скажется как на инвестиционных программах, так и на потреблении. Несомненно, это приведет к замедлению развития отраслей в наибольшей степени зависимых от заемных средств, таких как - торговля, машиностроение, строительство и сельское хозяйство.

* * *

На рубеже 2007-2008 гг. кризис на западных финансовых рынках не преодолен и весьма велика вероятность рецессии крупнейших экономик мира. Кредитные организации не доверяют и не кредитуют друг друга на длительные сроки. Снижение учетных ставок в США, Англии, и Канаде не принесло ожидаемого результата. В конце 2007 г. ФРС США, Европейский Центробанк, Банк Англии, Банк Канады и Национальный банк Швейцарии обнародовали совместный план по повышению ликвидности международного финансового рынка. Монетарные власти для решения проблем с ликвидностью представят на аукционах краткосрочные кредиты (в частности, ФРС США - на сумму минимум в 40 млрд. долларов). Ожидается, что эти меры должны понизить ставки на международном межбанковском рынке и повысить доступность фондирования. В свою очередь, это снизит риски, которые проблемы с ликвидностью на финансовых рынках, могут перенести на всю мировую экономику.

Глобальный финансовый кризис далек от завершения, но в настоящее время Россия - сравнительно защищенный рынок, благодаря быстрому экономическому росту, базирующемуся на внутреннем спросе и некритичной зависимости от внешних источников финансирования. По мере стабилизации ситуации на зарубежных рынках, российские банки с неизбежностью расширят масштабы внешних заимствований, поскольку альтернативного источника финансирования по объему и стоимости внутри страны нет.

Ключевой проблемой для российских банков остаются вопросы рефинансирования и доступа к “длинным” деньгам. Во всех западных странах системы рефинансирования центральными банками играют весьма незначительную роль и по объемам, и по срокам предоставления заемных средств. Учетная ставка при этом служит лишь ориентиром для рыночных ставок и только в особых, кризисных случаях становится ценой заемных ресурсов кредитора последней инстанции. Для управления ликвидностью с помощью процентных ставок необходим развитый финансовый рынок. Формирование адекватной системы финансирования российских кредитных организаций будет происходить по мере расширения и развития внутреннего финансового рынка посредством становления механизмов воздействия краткосрочными инструментами рефинансирования Банка России на долгосрочные параметры экономического роста.

Контактная информация:

Ирина Юрьевна Борисова, тел.: 650-8522

e-mail: BorisovaIU@economy.gov.ru

Борис Александрович Замираев, тел.: 650-8378;650-6403

e-mail: Zamaraev@economy.gov.ru

Анна Мироновна Киуцевская, тел.: 650-8160

e-mail: Kiutsevskaya@economy.gov.ru

Анжела Георгиевна Назарова, тел.: 694-52-85

e-mail: NazarovaAG@economy.gov.ru