



Решения G20 о скоординированной антикризисной экономической политике и российский опыт*

УДК 338.124.4

ББК 65.9 (2Рос) 8

Д-750

С.М. Дробышевский,

С.Г. Синельников,

П.В. Трунин

Описанная политика Банка России действительно помогла снизить привлекательность покупок валюты, то есть сократить отток капитала. Кроме того, резкое сокращение импорта вследствие падения ВВП, свертывание инвестиционных программ на фоне ослабления рубля позволило в начале 2009 г. сбалансировать текущий счет платежного баланса.

Одномоментное ослабление курса рубля, если бы оно было проведено осенью 2008 года, с последующим поддержанием нового объявленного уровня, являлось, на наш взгляд, наилучшим вариантом действий в сложившейся ситуации, так как позволило бы ЦБ РФ избежать дальнейшей траты резервов, а также снизить девальвационные ожидания. Вопрос вызывает лишь выбор момента резкого снижения курса рубля. Можно предположить, что в целях экономии международных резервов на данный шаг следовало пойти значительно раньше начала 2009 года. В то же время необходимо отметить, что поддержание курса рубля за счет расходования золотовалютных резервов все-таки позволило частному сектору экономики (прежде всего, банкам) получить прибыль за счет операций на валютном рынке. Это создало для экономических агентов определенный запас прочности в кризисных условиях. Кроме того, поддержание курса рубля позволило не допустить политической нестабильности, тогда как резкая девальвация могла привести к смене руководства экономического блока Правительства и Банка России.

Осенью 2008 года в банковской системе возник недостаток ликвидных ресурсов, образовавшийся вследствие оттока капитала (в условиях ожидаемого снижения курса рубля банки активно покупали валюту, что вызывало уменьшение денежной базы) и падения фондового рынка (снижение стоимости ценных бумаг, под залог которых были выданы кредиты, приводило к необходимости для заемщиков вносить кредитору дополнительные средства). Это заставило Банк России принять ряд исключительных мер, направленных на недопущение разрастания нестабильности в банковском секторе России.

Так, 10 октября Государственная Дума РФ приняла закон, позволяющий Банку России выдавать российским коммерческим банкам кредиты без обеспечения. До принятия указанного закона ЦБ РФ мог выдавать кредиты российским коммерческим банкам под залог ценных бумаг, валюты, прав требования по кредитным договорам или поручительства кредитных организаций. Однако вследствие значительной потребности банков в кредитных ресурсах у них не хватало активов, под залог которых они могли бы получить кредит у ЦБ РФ. В такой ситуации предоставление ЦБ возможности выдавать кредиты без обеспечения позволило поддержать российские банки, хотя и повысило риски недобросовестного поведения банков, получавших такие ссуды.

По мере стабилизации финансовых рынков в начале 2009 года задолженность кредитных

* Окончание статьи. Начало см. в № 5 за 2011 год.



организаций перед ЦБ РФ постепенно сокращалась. На 31 декабря 2010 года задолженность по кредитам составляла лишь 15 млрд рублей (0,03% ВВП) (см. рисунок 4). На начало 2009 года задолженность банков перед ЦБ РФ превышала 2,5 трлн рублей (6% ВВП). Заметим, что в силу высокой концентрации российского банковского сектора для сохранения стабильности банковской системы в кризисных условиях оказалось достаточным поддержать лишь небольшое количество крупных банков.

Для поддержания банковского сектора в условиях развивающегося финансового кризиса ЦБ РФ начал заключать соглашения с крупными российскими банками о компенсации им части возможных потерь при межбанковском кредитовании. В соответствии с данными соглашениями ЦБ РФ компенсирует банкам, с которыми он их заключил, потери, возникающие в случае невозврата выданных данными банками кредитов на рынке МБК. Банк России также взял на себя обязательство по компенсации банкам части убытков по сделкам с другими банками, у которых впоследствии была отозвана лицензия. На 1 октября 2009 года ЦБ РФ заключил подобные соглашения о компенсации убытков с 18 банками.

Были предприняты также такие меры, как предоставление финансирования под залог расширенного списка активов, удлинение сроков кредитования РЕПО, предоставление субординированных кредитов системообразующим банкам, принятие законодательства о гарантиях по кредитам предприятиям. Кроме того, была осуществлена рекапитализация АСВ в целях проведения санации банковской системы на сумму 297,1 млрд руб. (0,8% ВВП).

Если оценивать политику ЦБ РФ по поддержке банковского сектора с точки зрения рекомендаций, высказанных на саммитах G20, то можно говорить о том, что действия Банка России в целом (за исключением процентной политики) соответствовали тем, которые предпринимали ведущие развитые страны. За счет функционирования системы страхования вкладов и недопущения банкротства крупных банков удалось избежать набегов вкладчиков на банки. Важным фактором успеха проводимой политики стало возобновление роста цен на основные товары российского экспорта в начале 2009 года. Если бы его не произошло, то

российские банки неизбежно столкнулись бы со значительно более быстрым ростом просроченной задолженности, и органам государственной власти пришлось бы тратить значительно большие средства на поддержку банковской системы.

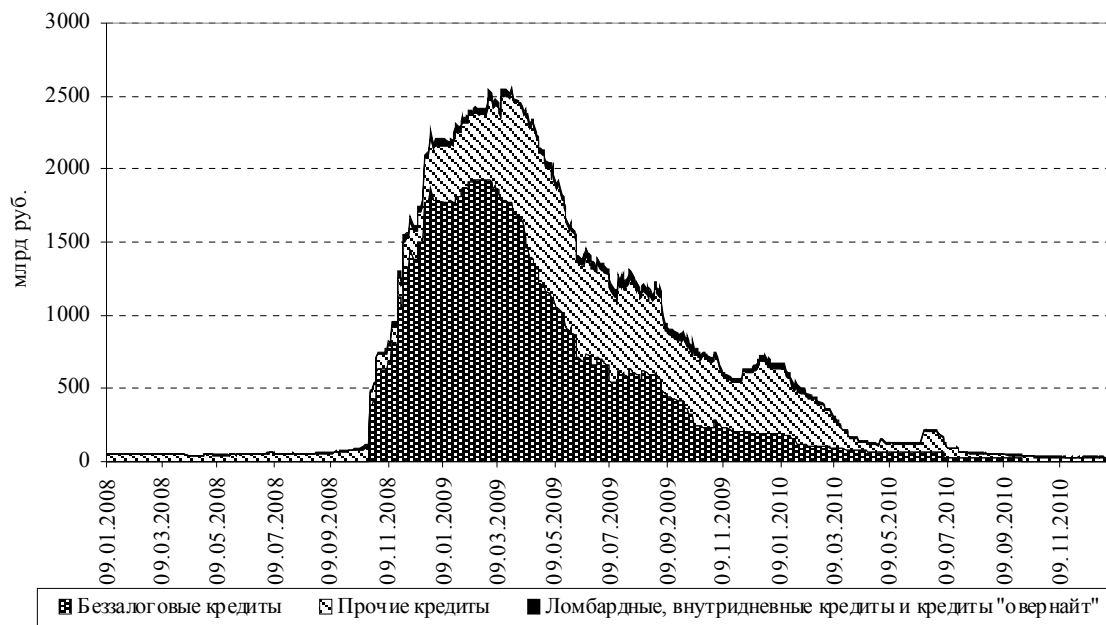
Говоря о последствиях кризиса для российской денежно-кредитной политики, которых не наблюдалось в большинстве остальных стран G20, необходимо отметить изменение роли процентных ставок. До кризиса процентные ставки ЦБ РФ носили преимущественно сигнальный характер, так как в условиях укрепляющегося рубля банки имели возможность очень выгодно занимать средства за рубежом под низкие процентные ставки.

В ходе кризиса процентные ставки ЦБ РФ впервые стали работающим инструментом денежно-кредитной политики. Это было вызвано увеличением доли кредитов Банка России в пассивах коммерческих банков, для которых в условиях кризиса ресурсы, предоставляемые им ЦБ РФ, были практически единственным источником сравнительно недорогих финансовых средств. Увеличение денежного предложения в стране за счет монетизации Банком России положительного сальдо торгового баланса также оказалось невозможным, так как масштабный отток капитала из РФ и снижение цен на основные товары российского экспорта вынуждали ЦБ РФ продавать внешние резервы для поддержания курса рубля, сокращая денежную базу. Иными словами, в условиях кризиса денежно-кредитная политика ЦБ РФ стала больше напоминать действия центральных банков развитых стран G20, управляющих ситуацией на денежном рынке с помощью процентных ставок. Однако, как мы показали (см. рис. 3), к концу 2010 года роль средств ЦБ РФ в качестве источника средств для банков снизилась, что вновь сделало процентные ставки менее эффективным инструментом денежно-кредитной политики. Возможность использовать процентные ставки в качестве работающего инструмента монетарной политики в будущем будет определяться ситуацией на валютном рынке РФ (отсутствием значительных колебаний потоков валюты в страну и из нее), а также готовностью ЦБ РФ допустить колебания курса рубля и перейти к режиму таргетирования инфляции.



Рисунок 4

Задолженность кредитных организаций по кредитам Банка России в 2008–2010 гг.³



Источник: Банк России.

Бюджетный дефицит

Одной из ключевых проблем посткризисного развития мировой экономики стало стремительное расширение бюджетных дефицитов в результате роста расходов государства на реализацию антикризисных мер при сокращении доходов вследствие замедления экономической активности. Как показывает опыт стран ЕС, США, Японии, Великобритании и др., значительные бюджетные дефициты могут стать серьезным препятствием для посткризисного восстановления экономики вследствие роста премий за риск по государственным ценным бумагам, снижения доверия к ним, вытеснения с рынка частных заимствований и т.д. Поэтому на саммитах G20 значительное внимание уделялось восстановлению сбалансированности государственных бюджетов стран-участниц.

Значительное расширение бюджетного дефицита в период кризиса произошло и в России. При серьезном сокращении поступлений

в бюджеты и росте государственных расходов бюджет расширенного правительства впервые за последнее десятилетие стал дефицитным. Несбалансированность бюджетной системы и затяжной характер мирового кризиса создавали риски резкого увеличения масштабов заимствований в ближайшей перспективе. В таблице 2 приведены основные параметры исполнения бюджетов различных уровней бюджетной системы страны за 2009 год.

Наиболее значительное падение доходов и рост государственных расходов наблюдались на федеральном уровне, который в большей степени зависит от конъюнктурных доходов. Доходы федерального бюджета сократились на 23% в реальном выражении, расходы, напротив, увеличились почти на 25%, профицит бюджета в 2008 году в размере 4,1% ВВП сменился в 2009 году дефицитом, равным 5,9% ВВП. Реальные доходы бюджета расширенного правительства уменьшились на 18% при росте расходов в реальном выражении на 11%.



В весьма сжатые сроки (практически начиная с ноября 2008 г.) Правительством Российской Федерации был заявлен широкий набор антикризисных мер, беспрецедентный как по количеству форм и направлений воздействия государства на экономику, так и по объемам используемых ресурсов. Если осенью 2008 г. антикризисные меры реализовывались в условиях жестких временных ограничений, то к марту 2009 г. удалось разработать достаточно цельную Программу антикризисных мер Правительства Российской Федерации на 2009 год. Приоритетное внимание в ней было отведено обеспечению стабильности финансового сектора, социальной поддержке населения, поддержке системообразующих и градообразующих предприятий, а также отдельных, наиболее чувствительных к кризису отраслей реального сектора. За счет бюджетных средств в 2008 – 2009 гг. было профинансировано антикризисных расходов на сумму 2,2 трлн рублей (2,7% ВВП), а за счет квазибюджетных источников (ФНБ, Банк России, АСВ и др.) – 1,4 трлн рублей (1,7% ВВП). Если учесть в антикризисных тратах органов государственной власти еще и прирост чистого кредита Банк России коммерческим банкам, составивший за 2008 – 2009 гг. 0,6 трлн руб. (0,8% ВВП), то общие государственные антикризисные расходы за два года достигли 4,2 трлн руб. (5,2% ВВП за 2008 – 2009 гг.).

Макроэкономические риски антикризисной программы в России были снижены благодаря накопленным в период экономического роста финансовым резервам. Средства нефтегазовых фондов фактически стали основными источниками финансирования дефицита федерального бюджета в 2009 году. На финансирование бюджетных расходов из Резервного фонда было выделено порядка 3 трлн руб. (7,7% ВВП). Заметим, что с точки зрения монетарной политики использование средств Резервного фонда на погашение бюджетного дефицита представляет собой обыкновенную эмиссию денег ЦБ РФ. В то же время существование Резервного фонда следует рассматривать как некоторый набор правил бюджетной политики, наличие которых позволяет дисциплинировать исполнительную власть, не допуская разбалансировки бюджета за счет ограничения государственных расходов в периоды благоприятной конъюнктуры мировых рынков сырья и энергоносителей, характеризующиеся высокими доходами бюджета.

Подводя итоги предпринятых в 2008-2009 гг. бюджетных мер антикризисного характера, можно отметить схожесть перечня используемых инструментов в России с аналогичными программами за рубежом, в том числе в странах G20, – это пособия безработным, поддержка пенсионеров, поддержка стратегических предприятий различных секторов экономики, финансовое оздоровление банков, поддержка малых и средних предприятий. Различия касались преимущественно объемов финансирования, что было обусловлено разной остротой стоящих перед властями проблем и глубиной их решения.

В условиях улучшения макроэкономической ситуации и при стабильном росте мировых цен на нефть в 2010 г. общими тенденциями для бюджетов всех уровней стали сокращение расходов и некоторый рост доходов по отношению к предыдущему году и, как следствие, снижение бюджетного дефицита. В частности, расходы бюджета расширенного правительства сократились на 2,5 п.п. ВВП, федерального бюджета – на 2,2 п.п. ВВП, консолидированного бюджета субъектов Федерации – на 1,2 п.п. ВВП. Доходы бюджета расширенного правительства выросли на 0,3 п.п. ВВП, что в пересчете в реальные цены эквивалентно приросту в 4,8%. Доходы федерального бюджета в 2010 г. составили 18,7% ВВП, что на 0,2 п.п. ВВП ниже, чем в 2009 г.

Если говорить о посткризисном развитии, то в ближайшие годы бюджетная система России столкнется с несколькими масштабными вызовами:

- во-первых, будет происходить сокращение доли нефтяных доходов в бюджете, вызываемое опережающим ростом несырьевых отраслей, увеличением реального курса рубля, ростом числа месторождений, подпадающих под льготный режим налогообложения;
- во-вторых, бюджетная система нуждается в адаптации к характерному для большинства развитых стран процессу старения населения. Увеличение ставки взносов на социальное страхование с 26% до 34% с 1 января 2011 года, не обеспечивая сбалансированность пенсионной системы, неоправданно увеличивает при этом нагрузку на фонд оплаты труда, и подразумевает необходимость финансирования дефицита пенсионной системы из средств федерального бюджета;



Таблица 2

Исполнение доходов и расходов бюджетов всех уровней власти в 2008 – 2010 гг.

		Федеральный бюджет			Консолидированные бюджеты субъектов РФ			Бюджет расширенного правительства		
		Доходы	Расходы	Баланс бюджета	Доходы	Расходы	Баланс бюджета	Доходы	Расходы	Баланс бюджета
2008 г.	млрд руб.	9274,1	7566,6	1707,5	6199,1	6253,5	-54,4	16003,4	13989,2	2014,2
	% ВВП	22,4	18,3	4,1	15	15,1	-0,1	38,6	33,8	4,9
2009 г.	млрд руб.	7336,8	9636,8	-2300	5927,2	6256,3	-329,1	13420,7	15847,3	-2426,6
	% ВВП	18,8	24,7	-5,9	15,2	16	-0,8	34,4	40,6	-6,2
Изменение 2009 г. по отношению к 2008 г. (в реальном выражении*)	млрд руб.	-2159,4	1889	-4048,4	-420,3	-146,9	-273,4	-2965,9	1523,1	-4489
	%	-22,7	24,4		-6,6	-2,3		-18,1	10,6	
2010 г.	млрд руб.	8303,8	10115,6	-1811,8	6537	6636,9	-100	15715,9	17301	-1585,1
	% ВВП	18,7	22,7	-4,1	14,7	14,9	-0,2	35,3	38,9	-3,6
Изменение 2010 г. по отношению к 2009 г. (в реальном выражении*)	млрд руб.	208,9	-541,2	750,1	-1,2	-264,3	263,1	712,9	-403,3	1116,2
	%	2,6	-5,1		0	-3,8		4,8	-2,3	
	п.п. ВВП	-0,2	-2,2		-0,6	-1,2		0,3	-2,5	

Примечание к таблице:

* Расчет производился с поправкой на инфляцию.

Источник: Министерство финансов РФ, расчеты авторов.

- в-третьих, в последнее время руководством страны были объявлены решения о дополнительных расходах федерального бюджета на 2014 – 2020 гг. в размере более 5 п.п. ВВП (на закупку вооружений, реформу ВС и повышение денежного довольствия военнослужащих, проведение Олимпийских игр и Кубка мира по футболу, реформу правоохранительной системы, финансирование дефицита пенсионного фонда). Более рациональными предложениями по изменению структуры расходов является увеличение объемов финансирования мероприятий, направленных на формирование инновационной экономики (образование, наука, инфраструктура, здравоохранение) до уровня, соответствующего средним значениям для стран ОЭСР, что составляет еще 3-4 п.п. ВВП. При одновременной реализации рассматриваемых решений в перспективе до 2020 года расходные обязательства федерального бюджета могут достигнуть 28 – 30% ВВП.

В то же время структурные доходы федерального бюджета (т.е. доходы при средне-многолетних мировых ценах на нефть и средних для бизнес-цикла темпах экономического роста в размере 3 – 4% в год) составляют, по нашим оценкам, 20 – 21% ВВП. Исходя из этого, структурный дефицит может быть оценен в 8 – 9% ВВП. Относительно безопасный фактический уровень дефицита бюджета в размере 1 – 2% при такой величине расходных обязательств может иметь место лишь при ценах на нефть 120 – 130 долларов за баррель в течение всего периода до 2020 г. Таким образом, реализация всех обсуждаемых расходных решений явно выходит за пределы возможного. Поэтому руководство страны в ближайшее время окажется перед выбором между продолжением ответственной бюджетной политики, проводившейся в 2000 – 2007 гг., и переходом к популизму, предполагающему быстрое наращивание государственного



долга, рост инфляции, снижение темпов экономического роста и политическую нестабильность.

Наращивание бюджетного дефицита, как показывает европейский опыт, в частности, стран PIGS, не позволяет решать накопившиеся в экономике проблемы. Следовательно, требуется сокращение расходов. Но для того чтобы оно не привело к резкому уменьшению предложения общественных благ, нужно повысить эффективность государственных расходов, и в РФ существуют большие возможности для этого. В частности, в ближайшие годы представляется необходимым сосредоточиться на решении вопросов реструктурирования бюджетной сети, повышения прозрачности системы государственных закупок, оптимизации отдельных бюджетных процедур.

Курсовая политика

Актуальным вопросом, дискутируемым на уровне руководства стран G20 и не имеющим пока однозначного ответа, является вопрос о «справедливых» обменных курсах валют, прежде всего, курсе китайского юаня к доллару США и «валютных войнах».

Для анализа факторов динамики обменного курса и возможностей влияния на его величину органов денежно-кредитного регулирования, как правило, используется подход, основанный на теории паритета процентных ставок. В соответствии с данной теорией равновесие на валютном рынке в условиях совершенной мобильности капитала достигается в случае равенства доходностей по депозитам в иностранной и национальной валютах с учетом ожидаемой динамики номинального обменного курса. При указанных предпосылках в краткосрочном периоде в условиях жестких цен органы денежно-кредитного регулирования могут повлиять на курс национальной валюты: в частности, стремясь получить преимущества в торговле или профинансировать дефицит бюджета, органы денежно-кредитного регулирования увеличивают денежную базу, что ведет к падению национальных процентных ставок, оттоку капитала и снижению курса национальной валюты.

Большую часть периода 2000 – 2010 гг. российские денежные власти находились в подобной ситуации. Для предотвращения укрепления

рубля, покупая валюту в международные резервы, органы денежно-кредитного регулирования одновременно увеличивают денежную базу, что вызывает уменьшение национальных процентных ставок и, при прочих равных, повышение привлекательности депозитов в иностранной валюте по сравнению с национальной. Образующийся в результате этого отток (или меньший приток) капитала ведет к снижению (или меньшему укреплению) курса национальной валюты. Если экономические агенты ожидают повышения курса национальной валюты, превышающего падение процентных ставок (что имело место в РФ в 2000-х гг. при улучшающихся условиях внешней торговли), то оттока капитала и снижения курса национальной валюты может не происходить, но замедления укрепления национальной валюты, по крайней мере, в краткосрочной перспективе, добиться можно.

Однако в среднесрочном периоде из-за гибкости цен национальные процентные ставки, снизившиеся в результате денежной экспансии, будут возвращаться к исходным уровням (так как с ростом общего уровня цен уменьшается реальная денежная масса), вызывая соответствующее изменение доходности по депозитам в национальной валюте. В результате курс национальной валюты, первоначально снизившийся из-за роста денежной базы, в среднесрочном периоде изменится на меньшую величину по отношению к начальному уровню, чем в краткосрочном. Данный эффект получил название эффекта «перелета».

В модели экономики с ограниченной мобильностью капитала, покупая иностранную валюту, центральный банк в краткосрочном периоде может добиться снижения номинального курса национальной валюты (за счет увеличения спроса на иностранную валюту). Однако за счет ускорения роста цен (покупая иностранную валюту, центральный банк увеличивает денежную базу) реальный курс национальной валюты в долгосрочном периоде укрепитесь до первоначального значения. Продавая иностранную валюту, ЦБ в краткосрочном периоде может увеличить номинальный и реальный курсы национальной валюты, но замедление роста цен, вызванное снижением денежного предложения (вследствие уменьшения денежной базы), в конечном итоге ослабит реальный курс.



В долгосрочном периоде из-за гибкости цен динамика реального курса хорошо согласуется с гипотезой паритета покупательной способности, в соответствии с которой уровни цен в двух разных странах, измеренные в одной валюте, должны за счет торговли со временем выравниваться. В более мягкой формулировке паритет покупательной способности предполагает, что в условиях отсутствия номинальных и реальных жесткостей в экономике в долгосрочном периоде происходит возвращение реального обменного курса к некоторому стационарному значению, определяемому фундаментальными факторами, такими, как уровни цен, предпочтения экономических агентов относительно импортных либо отечественных товаров, таможенно-тарифная политика.

Для нейтрализации влияния своих интервенций на валютном рынке на национальное денежное предложение ЦБ может стерилизовать их. Для этого одновременно с валютными интервенциями ЦБ может осуществлять меры по поддержанию денежного предложения неизменным (например, за счет операций с ценными бумагами). Стерилизация предотвращает влияние интервенций на денежную базу и, соответственно, на процентные ставки, определяющие динамику номинального и реального курсов в краткосрочном периоде, а также на инфляцию, которая в среднесрочном периоде ведет к изменению реального курса национальной валюты, противоположному тому, которого хочет добиться ЦБ, интервенируя на валютном рынке.

Однако теория говорит о неэффективности стерилизованных интервенций центрального банка для управления обменным курсом, так как при подобных интервенциях внутренние процентные ставки не меняются, и в соответствии с описанной выше моделью формирования обменного курса при совершенной мобильности капитала номинальный курс также остается неизменным.

Стерилизованные интервенции могут быть эффективными только в некоторых случаях в результате того, что инвесторы обращают внимание не только на доходности активов, но и на прочие их характеристики (главным образом, на степень рискованности вложений в различные валюты). Например, для стерилизации покупки иностранной валюты ЦБ может продать часть имеющегося у него портфеля активов в национальной валюте. В итоге порт-

фель активов в национальной валюте у частного сектора вырастет, что может повысить премию за риск по инвестициям в такие активы. Это, в свою очередь, вызовет отток капитала из страны (или снизит его приток в страну) и соответствующее снижение номинального курса, несмотря на неизменность процентных ставок. Однако квоты международных институциональных инвесторов, предназначенные для вложений в активы схожего уровня рискованности, являются достаточно большими, чтобы обеспечивать выполнение предпосылки об абсолютной мобильности капитала для разных его категорий, различающихся уровнем риска. Это определяет невозможность национального центрального банка существенно влиять на спрос и предложение иностранной валюты, осуществляя интервенции, и ограничивает возможность влияния на номинальный курс путем осуществления центральным банком стерилизованных интервенций, по крайней мере, в условиях бескризисного развития. В условиях же кризиса, когда капитал стремится в «тихую гавань», то есть инвесторы не принимают риск, отток капитала с рынка рискованных активов таков, что международные резервы центральных банков соответствующих стран с развивающимися рынками недостаточны для эффективного управления курсом национальной валюты.

Таким образом, учет неидентичности активов в определенной степени нарушает предпосылку об абсолютной мобильности капитала и, в результате, сближает эту модель с моделью курсообразования в закрытой экономике, в которой валютные интервенции способны влиять на спрос и предложение иностранной валюты. Нарушение предпосылки об абсолютной мобильности капитала помимо того, что экономические агенты принимают во внимание разную степень рискованности активов в национальной и иностранной валюте, может происходить за счет неразвитости национальных институтов рынка капитала (вызывающих, в частности, трудности с конвертацией валюты, репатриацией прибыли), неодинакового налогообложения и т.п.

Стерилизованные интервенции могут быть эффективными также вследствие их сигнального характера. В частности, если ЦБ страны проводит стерилизованные интервенции для поддержания курса национальной валюты, и рыночные игроки верят в его способность удер-



жать курс, то его действия могут оказаться успешными, несмотря на то, что его интервенции, не оказывая влияние на денежное предложение, воздействуют на спрос и предложения на валютном рынке. Однако и этот механизм влияния на обменный курс с помощью стерилизованных интервенций имеет серьезные ограничения, связанные с тем, что при рациональных ожиданиях экономических агентов систематически использовать неверные сигналы для управления курсом невозможно. В частности, ЦБ может подать сигнал о том, что он будет препятствовать укреплению национальной валюты, проводя стерилизованные покупки иностранной валюты. Данный сигнал способен повлиять на ожидания экономических агентов, понизив ожидаемое значение курса национальной валюты, вызывая тем самым снижение (либо замедление укрепления) фактического курса. Однако, если национальная валюта все же продолжит укрепляться, то доверие к сигналам, подаваемым органами денежно-кредитного регулирования, снизится, как и их возможность влиять описанным способом на курс национальной валюты.

Из приведенного краткого обзора механизмов курсообразования ясно, что в долгосрочном периоде с помощью валютных интервенций повлиять на реальный курс национальной валюты невозможно. Покупая или продавая иностранную валюту, ЦБ может добиться изменения номинального и реального курсов национальной валюты в краткосрочном периоде (в частности, за счет несовершенной мобильности капитала, действия эффекта «перелета», неидентичности активов, номинированных в национальной и иностранной валюте, сигнального характера интервенций и манипулирования ожиданиями экономических агентов). Однако в случае нестерилизованных интервенций вызванные ими изменения инфляции приведут к изменению курса валюты в реальном выражении. В случае же, если ЦБ осуществляет стерилизованные интервенции на валютном рынке, то они могут быть эффективными лишь при рассмотренных выше достаточно жестких предпосылках. Исходя из этого, рассмотрим валютную политику Китая и России, проводившуюся в течение последнего десятилетия.

В случае Китая, имевшего, как и Россия в двухтысячные годы, профицит торгового и пла-

тежного баланса, приток валюты в страну мог в зависимости от проводимой курсовой политики либо приводить к укреплению номинального курса юаня (при плавающем курсе), либо к росту реального курса юаня (за счет ускорения инфляции вследствие увеличения денежного предложения при попытках центрального банка сдерживать рост номинального курса, покупая иностранную валюту и накапливая международные резервы). Рисунок 4 показывает, что в действительности на протяжении двухтысячных годов, несмотря на приток валюты в Китай и по текущему, и по капитальному счетам платежного баланса, а также монетизацию органами денежно-кредитного регулирования положительного сальдо платежного баланса за счет накопления международных резервов, реальный курс юаня менялся крайне незначительно. Такое положение объясняется очень низким уровнем инфляции в Китае, несмотря на высокие темпы роста международных резервов. Среднегодовой темп прироста цен в 2000 – 2010 гг. не превышал 2%, при том что среднегодовой темп прироста международных резервов был выше 30%.

Можно выделить три основных фактора сравнительно медленного роста денежного предложения и, соответственно, инфляции в Китае. Во-первых, значительная часть денежной экспансии, связанной с покупкой иностранной валюты китайскими органами денежно-кредитного регулирования, была стерилизована за счет продаж облигаций ЦБ Китая. При этом большой спрос на облигации ЦБ определяется высокой склонностью экономических агентов к сбережениям. Во-вторых, фактором, способствующим поддержанию низкой инфляции и сдерживающим укрепление юаня, является быстрый рост спроса на деньги в Китае вследствие высоких темпов экономического роста (средние темпы экономического роста в 2001 – 2010 гг. составляли 10% в Китае по сравнению с 5% в РФ) и развития финансового сектора экономики (так, отношение денежного агрегата M2 к ВВП выросло с начала 2000-х гг. со 150% до 190%). Наконец, еще одной причиной сдерживания роста денежного предложения в Китае являются очень высокие нормы обязательного резервирования, снижающие денежный мультипликатор. Таким образом, важными факторами, противодействующими реальному укреплению юаня, являются высо-



кий уровень доверия экономических агентов к органам денежно-кредитного регулирования, позволяющий проводить эффективную стерилизацию валютных интервенций, сопровождающую накопление международных резервов, а также рост китайской экономики и уровня ее монетизации.

В то же время следует отметить существование в Китае серьезных ограничений на операции с капиталом, которые могут быть подвержены критике как нерыночные. Имеющие место в КНР ограничения на приток капитала сдерживают его повышательное давление на курс национальной валюты. Снятие китайскими властями ограничений на движение капитала, скорее всего, вызвало бы значительный приток инвестиций в страну, что неизбежно привело бы к укреплению юаня в номинальном и (или) реальном выражении.

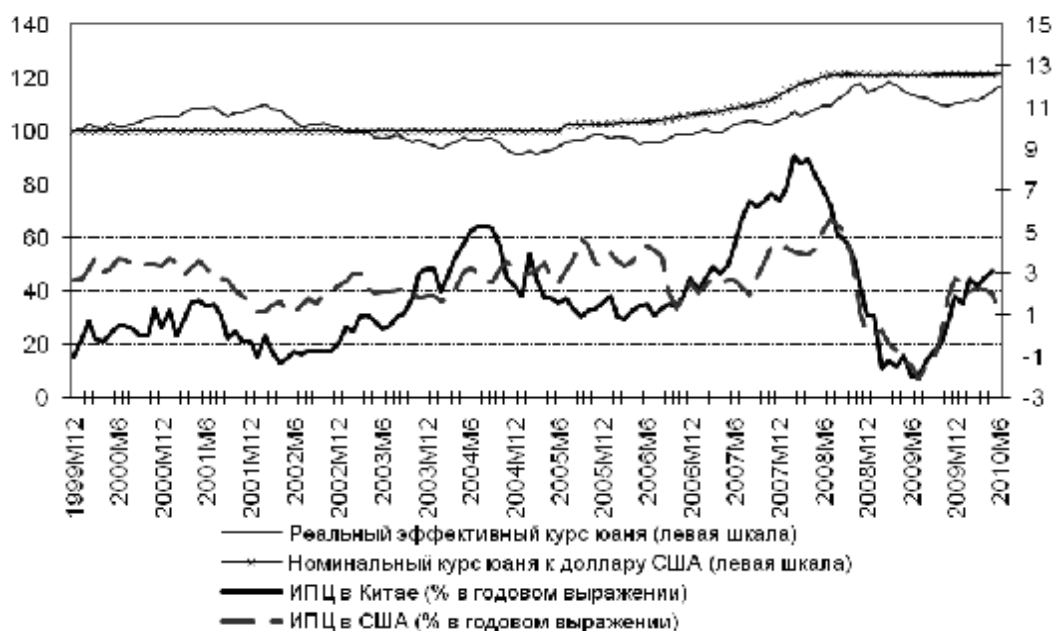
При обсуждении этих вопросов важным обстоятельством является то, что значительное укрепление курса юаня, если оно произойдет, по нашему мнению, не станет простым решением современных проблем мировой экономики. Удорожание китайских товаров вслед-

ствие роста курса юаня к доллару США теоретически могло бы стимулировать переключение спроса экономических агентов США на товары других стран. Но масштаб рынка США является в настоящее время таким, что ни одна другая страна, кроме Китая, не способна в кратко- и среднесрочном периоде насытить его товарами собственного производства. В такой ситуации в среднесрочном периоде снижение курса доллара к юаню в значительно большей мере вызовет ускорение инфляции в США за счет удорожания китайского импорта, чем улучшение торгового баланса США и Китая.

Активно обсуждаемая на саммитах G20 проблема заниженного обменного курса стран – чистых экспортеров касается и нашей страны, но она менее актуальна в силу значительно меньшей роли России в мировой экономике. Россия так же, как и Китай, зависима от экспорта товаров. Резкая девальвация рубля после кризиса 1998 года наряду с ростом цен на энергоносители и восстановительным ростом вызвала процесс импортозамещения, что стало одним из важных факторов быстрого экономического роста в РФ в начале 2000-х гг.

Рисунок 5

Обменный курс юаня и ИПЦ в Китае и США в 1999 – 2010 гг.



Источник: International Financial Statistics.



Основным мотивом сдерживания укрепления рубля для ЦБ РФ так же, как и для Китая, было нежелание допустить снижение конкурентоспособности национальных компаний, то есть стремление к стимулированию экспортоориентированного экономического роста. Однако рост цен на энергоносители привел к быстрому увеличению положительного сальдо текущего счета платежного баланса России и давлению в сторону укрепления рубля. ЦБ РФ для предотвращения номинального укрепления рубля покупал валюту в международные резервы и наращивал денежную базу, создавая предпосылки для инфляции. Значительная монетизация торгового сальдо и притока капитала Центральным банком в условиях отсутствия больших возможностей по стерилизации приводила к высокой инфляции, несмотря на рост спроса на деньги, вызываемый экономическим ростом и повышением уровня монетизации ВВП. При среднегодовых темпах прироста денежной массы М2 на уровне 35% в 2000 – 2010 гг. инфляция до кризиса 2008 г. ни разу не опускалась ниже 7,8% в годовом выражении, несмотря на то что монетизация ВВП к 2010 году увеличилась до 45% по сравнению с 15% в начале 2000-х гг. Даже создание в 2004 году Стабилизационного фонда, за счет которого интервенции ЦБ РФ на валютном рынке частично стерилизовались (до этого стерилизация происходила за счет накопления остатков средств на счетах Правительства в ЦБ РФ), не позволило остановить рост цен и соответствующее реальное укрепление рубля, наблюдавшееся вплоть до кризиса 2008 года (см. рисунок 6).

Таким образом, сдерживание укрепления рубля, даже несмотря на частичную стерилизацию, вызывало быстрый рост денежного предложения и инфляцию, до сих пор остающуюся на высоком, по мировым меркам, уровне. Важную роль в расширении денежного предложения сыграл приток капитала в 2006 – 2007 гг., который, в отличие от притока валюты в результате торговых операций, не мог быть стерилизован в Стабилизационном фонде, так как последний формировался за счет налогов. Возможность еще большей стерилизации, в том числе за счет эмиссии облигаций ЦБ РФ и накопления еще в большем масштабе средств на счетах Правительства в ЦБ РФ (в т.ч. в стабилизационном фонде), также вызывает сомнения, как по экономическим, так и по политическим причинам. В частности, спрос коммер-

ческих банков на облигации ЦБ по-прежнему невысок, а формирование резервов Правительства как альтернативы наращиванию бюджетных расходов подвергается критике со стороны как чиновников и экспертов, так и населения.

* * *

Вопрос об эффективности проводимой в 2000-х гг. Банком России курсовой политики до сих пор остается открытым. Не исключено, что при отсутствии вмешательства Банка России в функционирование валютного рынка рубль значительно сильнее укрепился бы в номинальном выражении, но за счет более низкой инфляции динамика реального курса мало бы отличалась от текущей. В то же время более низкие темпы роста цен и, соответственно, более низкие инфляционные ожидания могли привести к большему росту спроса на деньги и еще более низкой инфляции. Кроме того, неочевидна и необходимость сдерживания укрепления рубля в реальном выражении, так как более сильный рубль имеет свои положительные стороны, среди которых можно выделить удешевление импорта технологий и оборудования, снижение инфляции в результате действия эффекта переноса обменного курса в цены и др.

Регулирование финансового сектора

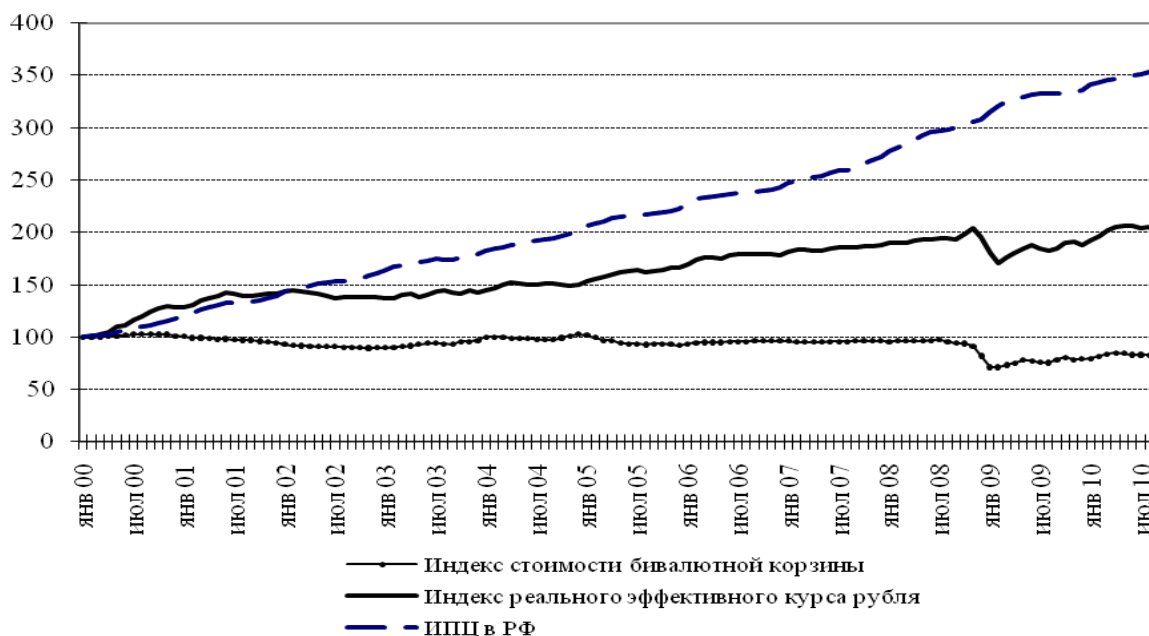
Если в отношении описанных выше вопросов необходимости антикризисных мер по поддержке экономики, проведения согласованной денежно-кредитной политики, сокращения бюджетных дефицитов консенсус между странами-членами G20 был найден, то в отношении других актуальных проблем развития мировой экономики дискуссии продолжают (в том числе на последнем саммите G20, который состоялся 11-12 ноября 2010 года в Сеуле). Среди таких проблем отметим необходимость реформы системы регулирования и надзора над финансовым сектором.

Анализ предложений, высказанных Россией на встречах в рамках G20, позволяет предположить, что РФ готова поддерживать на международном уровне и внедрять на национальном финансовом рынке решения, направленные на смягчение последствий и предупреждение следующих кризисов. Остановимся на основных направлениях посткризисной политики в области регулирования финансового сектора более подробно.



Рисунок 6

Обменный курс рубля и ИПЦ в РФ в 2000 – 2010 гг. (январь 2000 = 100).



В настоящее время в мире достигнут консенсус относительно необходимости совершенствования стандартов Базель II (международных стандартов регулирования и нормативов банковской деятельности, разрабатываемых Базельским комитетом по банковскому надзору при Банке международных расчетов) и перехода к новым стандартам Базель III). В первую очередь, подразумевается повышение требований к капиталу банков. Кризис показал, что при действующих нормативах достаточности капитала многие банки столкнулись с нехваткой собственных средств для покрытия убытков. Предполагается, что новые стандарты отчасти решат данную проблему. Российские банки согласно публикуемой ими отчетности в настоящее время удовлетворяют и действующим, и новым стандартам, которые только предлагается ввести. Однако сложности для международных сопоставлений финансовых показателей банков РФ создают различия в российских и международных стандартах фи-

нансовой отчетности. В связи с этим важным представляется переход российских кредитных организаций на МСФО.

Глобальный кризис выявил важность определения единых наднациональных требований к международным рейтингам или создание нового рейтингового агентства (например, под эгидой МВФ). Перед наступлением кризиса крупнейшие мировые рейтинговые агентства присваивали высшие рейтинги многим финансовым инструментам, которые затем потеряли во время кризиса значительную часть своей стоимости. При этом за выставление рейтингов агентствам платили сами эмитенты данных инструментов, что создавало для агентств конфликт интересов. Крупнейшие российские эмитенты также прибегали к услугам международных рейтинговых агентств. Новая система регулирования их деятельности, по всей видимости, должна снизить вероятность возникновения конфликта интересов и более четко регламентировать правила присвоения рейтингов.



В числе согласованных на международном уровне предложений по посткризисной политике следует отметить формирование постоянного рабочего Совета по финансовой стабильности (возможно, при МВФ), а также принятие на его уровне или на уровне МВФ документов, аналогичных требованиям ВТО или Кодексам ОЭСР: по единым принципам регулирования хедж-фондов, производных финансовых инструментов, основных макроэкономических параметров для стран-эмитентов резервных валют. Соответственно, те страны, которые не принимают такие требования, должны автоматически иметь более низкие международные рейтинги.

Важным решением, достигнутым на форумах G20, является ограничение присутствия иностранных эмитентов финансовых инструментов в мировых финансовых центрах и установление на международном уровне ряда требований по унификации условий эмиссии ценных бумаг на международных финансовых рынках. Это позволит сместить конкуренцию между мировыми финансовыми центрами в сторону доступности капитала и географической привлекательности рынка, а не простоты и низких издержек регистрации эмиссии и листинга, а также низких требований по раскрытию информации. Такие принципы определяются растущей глобализацией мировых финансовых рынков, в условиях которой международные компании выбирают юрисдикции с более «мягким» законодательством.

Финансовая глобализация привела к необходимости формирования системы регулирования и предоставления помощи банкам, ведущим бизнес одновременно в нескольких странах, например, посредством совместных действий органов государственной власти разных стран. В настоящее время крупнейшие мировые банковские группы функционируют одновременно во многих странах мира. При этом во время кризиса для решения проблем группы может оказаться недостаточной поддержка отделения такой группы лишь в одной стране, что означает неэффективность такой поддержки.

Важными и активно обсуждаемыми в мире являются вопросы изменения системы вознаграждения менеджеров. Зависимость доходов менеджеров кредитных организаций от стоимости акций банков вызывает стремление менеджеров практически любой ценой повы-

шать капитализацию и масштаб деятельности своих компаний. Часто такие действия менеджеров происходили в ущерб финансовой устойчивости, что стало одной из причин глобального кризиса.

В одном ряду с развитием финансовых рынков стоит и *увеличение степени охвата экономических агентов финансовыми услугами*. На саммитах G20 не раз подчеркивалась необходимость расширения охвата экономических агентов финансовыми услугами, как в развитых, так и в развивающихся странах. Причем важную роль в этом могут сыграть современные информационные технологии. В России для достижения данной цели целесообразно законодательно стимулировать развитие электронных платежей, а также облегчить доступ малого и среднего бизнеса к современным финансовым продуктам.

Помимо изложенных выше вопросов большое значение для России имеет решение также ряда других проблем в области регулирования, в частности, *повышение стабильности банковской системы*. Так как российская финансовая система основывается, прежде всего, на банковском секторе, а не на финансовых рынках, то повышение качества регулирования российских банков является первоочередной задачей. Причем в данном случае речь идет не столько о новых требованиях Базельского комитета по банковскому надзору, которые уже сейчас выполняются значительным числом банков, сколько о повышении качества риск-менеджмента и росте концентрации в банковской системе РФ за счет сокращения количества функционирующих банков.

В настоящее время в РФ насчитывается порядка 1000 банков, из которых лишь около 100-200 занимаются банковской деятельностью в классическом понимании, а большинство остальных либо обслуживают единственного клиента, либо вовлечены в схемы, связанные с уклонением от налогообложения, обслуживанием теневой экономики и т. п. Такая структура банковского сектора не способствует эффективному выполнению кредитными организациями своих функций по трансформации сбережений в инвестиции, ограничивает масштабы российских банков. В среднесрочном периоде необходимо рассмотреть вопрос о снижении доли государства в капитале банковской системы в целях увеличения эффективности сектора.