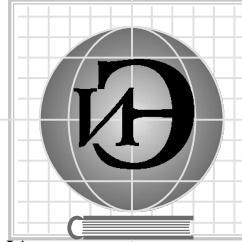


Российская академия наук



Институт экономики



Учреждение Российской академии наук  
ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ

СТРАТЕГИЯ И ТАКТИКА  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКИ РОССИИ  
И УКРАИНЫ  
И МИРОВОЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
КРИЗИС

Москва  
2010

ISBN 978-5-9940-0209-4

ББК 65.262

С 83

**Стратегия и тактика денежно-кредитной политики России и Украины и мировой экономической кризис.** Сборник статей российских и украинских ученых./Отв. ред. академик РАН А.Д. Некипелов, к.э.н. М.Ю. Головин. — М.: Институт экономики РАН, 2010. — 300 с.

Данный сборник подготовлен в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», осуществляемого Институтом экономики РАН и Институтом экономики и прогнозирования НАН Украины, проект № 08-02-91205 а/У. В сборнике содержатся статьи российских и украинских ученых, посвященные теоретическому осмыслению характера и причин современного мирового экономического и финансового кризиса, реакции национальной денежно-кредитной политики на кризис в экономиках России и Украины, системе мер антикризисного регулирования в этих странах, проведению денежно-кредитной политики в открытой экономике в новых условиях.

Данная работа представляет интерес для экономистов — научных работников, сотрудников Центрального банка и коммерческих банков, преподавателей, аспирантов, студентов высших учебных заведений и тех, кто интересуется проблемами денежно-кредитной политики и финансовых кризисов.

©  
Институт  
экономики РАН,  
2010

©  
Коллектив авторов,  
2010

©  
В. Е. Валериус,  
дизайн,  
2007

## Содержание

Предисловие .....	7
<i>А.Д. Некителов. Денежно-кредитная политика России и мировой экономической кризис.</i> .....	11
<i>В.М. Гецц. Формирование и развитие финансового кризиса 2008–2009 гг. в Украине</i> .....	23
<i>А.А. Грищенко. Монетарные факторы финансово-экономической динамики</i> .....	65
<i>В.К. Бурлачков. Особенности современных экономических процессов и денежно-кредитная политика</i> .....	83
<i>Т.Е. Унковская. Парадоксы монетарной политики и новая парадигма понимания феномена финансовой стабильности</i> .....	95
<i>В.К. Сенчагов, Д.Е. Плисецкий. Кредитно-денежный рынок России в условиях глобального финансового кризиса: проблемы и перспективы развития</i> .....	127
<i>О.Л. Ярёмченко. Тенденции посткризисного развития финансовых институтов</i> .....	159
<i>С.А. Кораблин. Валютный курс гривны: некоторые эффекты и ограничения.</i> .....	179

<i>М.Ю. Головин.</i> Денежно-кредитная политика России в условиях открытости национальной экономики .....	201
<i>М.С. Любский.</i> Влияние внешних шоков на денежно-кредитную политику России .....	219
<i>Ю.М. Голанд.</i> Взаимосвязь денежно-кредитной и валютной политики в России в период кризиса .....	235
<i>Т.А. Кричевская.</i> Финансово-экономический кризис и институциональные ограничения денежно-кредитной политики .....	251
<i>С.С. Шумская.</i> Фактор ожиданий и развитие кризисных явлений в банковской системе Украины .....	275



Предисловие

Настоящий сборник статей представляет собой вторую публикацию группы российских и украинских ученых, осуществляющих совместное исследование новых вызовов для национальной денежно-кредитной политики России и Украины.

Первый сборник был подготовлен по результатам «круглого стола» «Денежно-кредитная политика России и Украины в условиях мировых финансовых потрясений», прошедшего 6 октября 2008 г. в Отделении международных экономических и политических исследований Института экономики РАН (Москва, Россия). В нем уже нашли отражение первые признаки распространения мирового финансового кризиса на экономики России и Украины и реакции на эти признаки денежно-кредитной политики каждой из стран.

В данном сборнике с учетом прошедшего существенного интервала времени, за который экономики России и Украины в полной мере ощутили переход финансового кризиса в полномасштабный экономический кризис, основной акцент сделан на изучении денежно-кредитной политики в кризисных условиях. При этом авторы не ограничиваются текущими антикризисными мерами, а пытаются определить контуры будущей, посткризисной денежно-кредитной политики.

В статьях нашли отражение как общие теоретические вопросы, касающиеся классификации текущего кризиса и его причин, так и практические вопросы реакции на него мерами национальной экономической политики, прежде всего денежно-кредитной. Однако в условиях кризиса пред-



принимаемые меры должны носить системный характер и не могут замыкаться лишь в рамках денежно-кредитного регулирования, даже при воздействии на соответствующую сферу экономики. Поэтому авторы касаются вопросов валютного регулирования, бюджетно-налоговой политики и других направлений государственного регулирования экономики.

В большинстве статей делается акцент на том, что в современных условиях национальные экономики в значительной степени открыты внешнему миру, и, соответственно, при проведении национальной денежно-кредитной политики необходимо учитывать реалии открытой экономики. Наиболее ярко они проявились в текущем экономическом кризисе, который для обеих рассматриваемых стран во многом носил характер внешнего шока. Кроме того, при проведении денежно-кредитной политики в условиях кризиса важно принимать во внимание внешние факторы, в первую очередь при выборе режима валютного курса и системы мер административного регулирования. Справедливость данного тезиса ярко продемонстрировал отток капитала из российской и украинской экономик в период кризиса.

Большинство статей сборника написаны на основе докладов, подготовленных участниками «круглого стола» «Денежно-кредитная политика на современном этапе: ответы на вызовы экономического кризиса», прошедшего 10 июня 2009 г. в Институте экономики и прогнозирования Национальной академии наук Украины (Киев).

Сборник подготовлен в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект РГНФ № 08-02-91205 а/У.

*Академик РАН А.Д. Некителов,  
к.э.н. М.Ю. Головнин*



А.Д. Некипелов\*

Денежно-кредитная  
политика России  
и мировой  
экономический кризис\*\*

---

---

## Причины мирового финансового кризиса

В конце лета 2007 г. начался кризис на мировых финансовых рынках, спровоцированный ситуацией на ипотечном рынке в США. Финансовый кризис впоследствии перерос в полномасштабный мировой экономический кризис, затронув функционирование не только финансовой сферы, но и национальных экономик в целом как развитых, так и развивающихся стран.

Одной из основных причин финансового кризиса стали провалы на финансовых рынках, в том числе связанные со спецификой обращения на них информации. Экономический агент выбирает тот или иной способ хеджирования рисков, опираясь на информацию, получаемую с финансового рынка. Но эта информация сама есть равнодействующая представлений о рисках экономических агентов и основанных на этих представлениях действиях. В результате получается замкнутый круг. Кроме того, в современной финансовой системе эта ситуация осложняется постоянным развитием финансового инструментария, появлением новых ценных бумаг, особенно производных, формально предназначенных для более эффективного перераспределения рисков между экономическими агентами. Однако с развитием финансовых инструментов

---

\* Некителов Александр Дмитриевич — академик РАН, д.э.н., вице-президент РАН, главный научный сотрудник Центра теории экономической трансформации Института экономики РАН.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках совместного научно-исследовательского проекта РФФИ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 08-02-91205 а/У.

последствия первоначальных погрешностей в действиях экономических агентов могут мультиплицироваться.

Действие этого механизма мы и можем проследить на примере ипотечного рынка в США. Широко развившаяся накануне кризиса практика предоставления ипотечных кредитов без учета платежеспособности клиента базировалась на идее, что недвижимость, цены на которую росли, являлась гарантией для кредиторов от всяких неприятностей. В свою очередь, легкость получения ипотечных кредитов искусственно увеличивала спрос на жилье и до поры до времени подталкивала цены на недвижимость вверх, придавая дополнительную динамику всему процессу.

Механизм секьюритизации усиливал раздувание финансового пузыря, поскольку позволял вовлекать в него новых инвесторов, которые зачастую были неспособны адекватно оценить связанные с ним риски, скрытые в сложных финансовых инструментах.

Одним из катализаторов распространения кризиса в условиях глобализации финансовых потоков стала свобода движения капитала, в связи с чем шоки, зародившиеся в одной из стран, быстро поражают другие страны. Резкие изменения в потоках капитала приводят к усилению волатильности валютных курсов, особенно негативно сказывающемуся на экономической динамике развивающихся стран.

В результате шоки, возникшие на финансовых рынках и в банковских системах развитых стран, перекинулись на развивающиеся страны через отток капитала из них и сокращение спроса на их продукцию в крупнейших развитых странах.

---

## Распространение кризиса на Россию

Первые признаки распространения мирового финансового кризиса на Россию проявились в июле 2008 г. в форме

оттока иностранного капитала с российского фондового рынка. Как мне представляется, иностранным инвесторам, игравшим ключевую роль на российском рынке ценных бумаг, срочно потребовались средства для покрытия огромных убытков от вложений в производные инструменты, уходившие корнями в американскую ипотеку. Не случайно отток спекулятивного капитала произошел в этот период практически во всех странах, относимых к категории «возникающих рыночных экономик».

Отток капитала вызвал падение фондовых индексов и давление на курс рубля в сторону понижения. К концу августа 2008 г. индекс ММВБ упал по сравнению с концом мая 2008 г. (когда он достиг своего максимума) на 30%. С начала августа 2008 г. наблюдалась устойчивая тенденция сокращения международных резервов, свидетельствующая о возросшем давлении на валютный курс и поддержке его со стороны Центрального банка.

Обвал котировок фондового рынка и падение курса рубля создавали серьезную проблему с обслуживанием внешней задолженности корпоративного и банковского секторов. Первое существенно снижало стоимость залогов по кредитам, что приводило к требованиям пополнения залога, тогда как второе угрожало резким увеличением долговой нагрузки на экономику. В результате возросшей открытости финансовой системы страны внешнему миру, особенно в последние годы перед кризисом, внешний долг банков и нефинансовых предприятий увеличился до 497 млрд долл. на 1 июля 2008 г.<sup>1</sup>

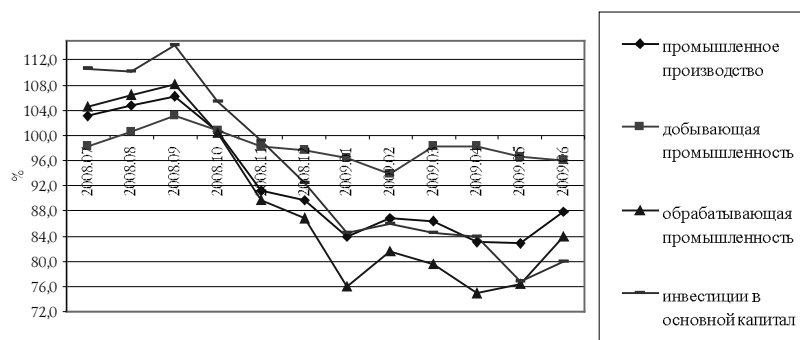
Осенью 2008 г. кризис в российской экономике перешел в острую фазу. Это было связано с дальнейшим ухудшением внешней среды: в середине сентября 2008 г. произошло банкротство одного из ведущих инвестиционных банков “Lehman Brothers”, вызвавшее значительное падение доверия на мировых финансовых рынках, а также продолжилось падение мировых цен на нефть, принявшее в октябре—ноябре 2008 г.

---

1. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/debt\\_08.htm&pid=svs&sid=vdRF](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/debt_08.htm&pid=svs&sid=vdRF).

обвальный характер. Экспорт, в составе которого топливно-энергетические товары занимают преобладающую часть, начал сокращаться в абсолютном выражении с августа 2008 г. Если в третьем квартале 2008 г. он составлял 136,8 млрд долл., то в четвертом квартале – уже 98 млрд долл., а в первом квартале 2009 г. упал до 57,4 млрд долл.<sup>2</sup>

Экспортеры, адаптируясь к новым условиям, стали отказываться от ранее планировавшихся инвестиционных программ, сокращать заказы смежникам. Кризисные явления начали распространяться на реальный сектор экономики (см. рис. 1). В ноябре 2008 г. началось резкое падение показателей промышленного производства и инвестиций в основной капитал по отношению к аналогичному периоду предыдущего года – экономика страны испытала мощный негативный шок со стороны совокупного спроса. При этом опережающими темпами шло сокращение показателей в обрабатывающей промышленности, что оказывало одновременно негативное влияние на структуру экономики.



Источник: Министерство экономического развития России ([www.economy.gov.ru](http://www.economy.gov.ru))

Рисунок 1. Основные макроэкономические показатели России в кризисный период

2. По данным Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/print.asp?file=trade.htm](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/print.asp?file=trade.htm)).

Вновь возникла проблема неплатежей, казалось бы, исчезнувшая после кризиса 1998 г. Просроченная задолженность по заработной плате на конец 2008 г. превысила показатель годичной давности на 75%.

---

### Реакция денежно-кредитной политики на кризис в России

В августе 2008 г. для поддержания банковской системы денежные власти начали активно предоставлять ликвидность банкам. Так, объем операций прямого репо, ни в один из предшествовавших месяцев 2008 г. не превышавший 1 трлн руб., в августе составил более 1,4 трлн руб.<sup>3</sup> Как следствие, на конец августа 2008 г. денежная масса M2 достигла максимального за весь год значения (на 9,5% больше, чем на 1 января 2008 г.).

Своего пика предоставление финансовой помощи банковской системе достигло в конце 2008 г. – начале 2009 г. Так, объем операций прямого репо во все месяцы с октября 2008 г. по февраль 2009 г. (за исключением ноября 2008 г.) превышал отметку в 4 трлн руб. Новый инструмент предоставления ликвидности, введенный во время кризиса, – кредиты, выдаваемые банкам без обеспечения, – в максимальной степени использовался со второй половины октября 2008 г. (время его введения в действие) до конца 2008 г. В декабре 2008 г. был выдан максимальный объем кредитов без обеспечения на сумму около 1,3 трлн руб. Максимальный объем сделок «валютный своп» был заключен Банком России в октябре 2008 г. и январе 2009 г. (26,4 и 15,6 млрд долл. по операциям в долларах). Кроме того, в середине октября 2008 г. были радикально снижены минимальные резервные требования (до 0,5% по всем видам пассивов)<sup>4</sup>.

---

3. Рассчитано на основе данных Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/hero.asp](http://www.cbr.ru/hd_base/hero.asp)).

4. По данным Центрального банка Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).



Осенью 2008 г. Центральный банк, наряду с предоставлением помощи банковской системе, стал проводить политику поддержки валютного курса рубля в условиях постоянных ожиданий его обесценения. В результате международные резервы с начала августа до конца декабря 2008 г. сократились почти на 160 млрд долл., а с начала 2009 г. до середины марта — еще на 62 млрд долл. В ноябре—декабре 2008 г. Центральный банк несколько раз корректировал целевые ориентиры динамики бивалютной корзины, но при этом продолжал расходование резервов на поддержание валютного курса рубля<sup>5</sup>.

Еще одной мерой, направленной на противодействие бегству экономических агентов в иностранную валюту, стало повышение процентных ставок Центральным банком. Ставка рефинансирования была поднята с предкризисного уровня в 10% до 13%, и лишь в конце апреля 2009 г. началось снижение ставки. Поддержание высокой ставки процента сдерживало кредитную активность и оказывало подавляющее воздействие на совокупный спрос.

Регулируемое снижение валютного курса рубля, продолжавшееся до начала января 2009 г. (затем его падение приняло во многом неуправляемый характер), объяснялось стремлением снизить нагрузку на экономических агентов, имевших задолженность в иностранной валюте. Ставилась также цель избежать сценария «обвального» падения курса, имевшего место в сентябре 1998 г. Как показали события января 2009 г., до конца избежать этого сценария не удалось.

Однако результаты этой политики не были однозначными. С одной стороны, предоставляя дополнительную ликвидность банковской системе, а с другой — поддерживая курс рубля путем проведения валютных интервенций, денежные власти

---

5. По данным Центрального банка, в ноябре 2008 г. в рамках валютных интервенций им была осуществлена нетто-покупка долларов США на сумму 30,1 млрд долл., а в декабре — 57,4 млрд долл. (рекордный показатель за весь кризисный период). См. [http://www.cbr.ru/hd\\_base/VALINT.asp](http://www.cbr.ru/hd_base/VALINT.asp).

фактически запустили своеобразный механизм стерилизации денежной эмиссии. Средства, поступавшие банкам, в условиях высоких ожиданий обесценения национальной валюты, обменивались ими на иностранную валюту. В свою очередь, удовлетворение спроса на валюту Центральным банком из международных резервов приводило к сокращению денежной массы внутри страны. Как следствие, денежный агрегат М2 с 1 августа 2008 г. по 1 января 2009 г. сократился на 5%.

После резкого падения валютного курса в январе 2009 г., продолжавшегося до начала февраля 2009 г., власти несколько изменили модель экономической политики. В сфере валютной политики были в явном виде объявлены новые границы валютного коридора для бивалютной корзины. В сфере денежно-кредитной политики к марту 2009 г. существенно снизились масштабы предоставления ликвидности банковской системе со стороны Центрального банка. Объемы средств, предоставленных в рамках операций прямого репо, после достижения максимума в январе 2009 г. (на уровне 7,7 трлн руб.) в марте 2009 г. снизились до 1,5 трлн руб. Объем выдаваемых Центральным банком кредитов без обеспечения в марте 2009 г. сократился до 364 млрд руб. Начали постепенно повышаться нормативы обязательных резервных требований, достигшие к началу августа 2009 г. 2,5%. Вместе с тем Центральный банк начал снижение ставки рефинансирования, которая после серии сокращений с 10 августа 2009 г. была установлена на уровне 10,75%<sup>6</sup>. Начался секвестр федерального бюджета, свидетельствующий о стремлении ужесточить бюджетно-налоговую политику.

Главным результатом антикризисной экономической политики, включая ее денежно-кредитную составляющую, стало поддержание «на плаву» банковской системы в целом и системообразующих предприятий. Однако предотвратить значительного спада производства, который продолжался, по крайней мере, до середины 2009 г., она не смогла. По итогам первой

---

6. [http://www.cbr.ru/print.asp?file=/statistics/credit\\_statistics/refinancing\\_rates.htm](http://www.cbr.ru/print.asp?file=/statistics/credit_statistics/refinancing_rates.htm).

половины 2009 г. промышленное производство сократилось на 15% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, инвестиции в основной капитал – на 18, доходы федерального бюджета (в номинальном выражении) – на 21,8, экспорт (в долларовом выражении, по методологии платежного баланса) – на 47%. Продолжала расти просроченная задолженность по заработной плате, которая в середине 2009 г. превышала показатель годичной давности в 2,5 раза<sup>7</sup>; просроченная кредиторская задолженность организаций на конец июня 2009 г. составляла 135% от показателя конца июня 2008 г.<sup>8</sup>

Перспективы экономической динамики в России остаются неопределенными, главным образом в силу действия таких сдерживающих факторов, как сократившиеся доходы от экспорта и невозможность рефинансирования внешних долгов частного сектора (на 1 апреля 2009 г. внешний долг банковского и корпоративного секторов еще превышал 420 млрд долл.).

Кроме того, даже отмеченные положительные результаты были достигнуты достаточно высокой ценой. Цену, заплаченную за поддержку валютного курса, можно определить через сокращение валютных резервов. Оно, как мы показали, составило около 220 млрд долл., что при цене на нефть в 40 долл. за баррель осенью 2008 г. эквивалентно 800 млн т нефти – объему добычи страны более чем за полтора года.

---

### Подходы к борьбе с кризисом и его последствиями в перспективе

В настоящее время в мировой и российской практике преобладает скорее паллиативный подход к борьбе с кризисом, направленный на преодоление несовершенства ряда

---

7. По данным Министерства экономического развития России ([www.economy.gov.ru](http://www.economy.gov.ru)).

8. [http://www.gks.ru/bgd/free/b09\\_00/IssWWW.exe/Stg/d07/5-0.htm](http://www.gks.ru/bgd/free/b09_00/IssWWW.exe/Stg/d07/5-0.htm).

финансовых рынков. Он активно обсуждается на международном уровне и получил воплощение в ряде решений саммита G-20, рекомендациях МВФ и других международных организаций. Он предполагает, в частности, усиление прозрачности финансовых операций, повышение ответственности разного рода рейтинговых агентств и консультантов, недопущение применения чрезмерно сложных производных инструментов и другие меры. В области денежно-кредитной политики — это предоставление дополнительной ликвидности банковской системе для поддержания ее функционирования и помощь более широкому спектру финансовых посредников (прежде всего в англо-саксонских странах) для оживления финансовых рынков. Однако в результате применения подобного подхода не устраняются базовые проблемы.

К числу системных решений по борьбе с кризисом, на мой взгляд, относятся:

1. Возврат к модели финансовой системы с высокой степенью регулирования, от которой развитые и многие развивающиеся страны отошли в последнее время. Она предполагает разделение функций коммерческих и инвестиционных банков, ограничение возможностей инвестиционных вложений предприятий, регулирование деятельности инвестиционных фондов.

2. Регулирование транснациональных потоков краткосрочного спекулятивного капитала. При этом речь не идет об ограничении прямых иностранных инвестиций. Одним из возможных инструментов реализации этого решения является введение так называемого «налога Тобина».

3. Комплексность антикризисной стратегии. Текущий экономический кризис (начинавшийся как финансовый) осложнен рядом других глобальных кризисов (энергетическим, климатическим, экологическим). Соответственно, было бы правильно, формулируя рецепты преодоления финансово-экономического кризиса, учитывать и потребности в ресурсах для решения этих крупных проблем, стоящих перед человечеством.

Россия при формировании национальной антикризисной программы пока также идет скорее по пути паллиативных решений. Так, сформировавшаяся к настоящему времени модель денежно-кредитной политики в России содержит ряд рисков. Во-первых, фиксация границ валютного коридора в случае изменения внешней конъюнктуры может потребовать их защиты и дальнейшего расходования валютных резервов. Во-вторых, вряд ли можно считать оптимальным в условиях продолжающегося снижения совокупного спроса проведение относительно жесткой бюджетно-налоговой политики, хотя, если судить по динамике ставки рефинансирования, Центральный банк сигнализирует о смягчении денежно-кредитной политики. В-третьих, не работают трансмиссионные механизмы денежно-кредитной политики, позволяющие передать импульс от снижения ставки рефинансирования к снижению ставок по кредитам в экономике. Так, объем кредитов, депозитов и прочих размещенных средств в банковской системе с 1 января по 1 июня 2009 г. остался практически неизменным<sup>9</sup>. В-четвертых, высока вероятность появления вновь (после 1990-х гг.) в денежно-кредитной и бюджетно-налоговой сферах серьезных искажений, связанных с распространением неплатежей и бартера.

Эти риски могли бы быть снижены, равно как и отмеченные выше издержки борьбы с кризисом, если бы правительство и денежные власти использовали возможность введения валютных ограничений. Речь идет главным образом об ограничениях на вывоз капитала из страны, введении 100%-ной обязательной продажи экспортной валютной выручки, ограничении размеров открытой валютной позиции и т.п. Эти меры не затронули бы население или иностранные компании, осуществляющие прямые инвестиции в России, но позволили бы ограничить отток спекулятивного капитала из страны, о чем свидетельствует опыт преодоления кризиса 1998 г.

---

9. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank\\_system/4-3-1\\_09.htm&pid=pdko&sid=dopk](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/4-3-1_09.htm&pid=pdko&sid=dopk).

Кроме того, современный кризис вскрыл необходимость разработки и внедрения эффективно действующего механизма рефинансирования коммерческих банков в России. Поскольку на предшествовавшем этапе денежно-кредитная политика решала иные задачи, подобного отработанного механизма не было создано, и проблема предоставления ликвидности банковской системе во многом решалась «по случаю». В связи с этим возникла проблема эффективности распределения средств внутри банковской системы.

Более широко в экономике стоит задача замещения сократившегося внешнего спроса внутренним. Однако здесь важно избежать ловушки, связанной с предоставлением помощи (через банковские кредиты или бюджетные механизмы) предприятиям, производящим продукцию, которая может не найти конечного спроса. Тогда разовое предоставление денег не сможет решить ситуацию в масштабах экономики в целом. Поэтому государство должно выступить в первую очередь как источник конечного спроса, финансируя крупные проекты, направленные на развитие инфраструктуры и технологии производства. Заметим, что для России в реализации антикризисной политики крайне важным является не только устранение внешних проявлений кризиса, но и решение системной задачи модернизации национальной экономики.

Эта задача может решаться не только традиционными мерами бюджетно-налоговой политики. На наш взгляд, по-прежнему вполне возможно использование части валютных резервов на цели валютного кредитования экономических агентов для обновления оборудования и модернизации производства.

В.М. Гецц\*

Формирование  
и развитие финансового  
кризиса 2008-2009 гг.  
в Украине\*\*

Украина как независимое государство более тринадцати лет из своей восемнадцатилетней истории находится в различного рода кризисах. Страна перенесла уже один финансовый кризис долговой природы в 1998–1999 гг. И в данное время (начиная со второй половины 2008 г.) переживает очередной финансовый и экономический кризисы одновременно. Они сопровождаются снижением уровня жизни населения в результате глубокой рецессии в экономике. Однако имеющийся 40–50%-ный уровень теневого сектора экономики Украины пока позволяет не допустить резкого падения уровня жизни населения и, как результат, не наблюдается массовых протестных выступлений. Последние также сдерживаются и тарифной политикой правительства, ограничивающей, например, тарифы для оплаты использованного газа, а также выполнением со стороны правительства обязательств в части выплаты пенсий и заработной платы. Указанные меры вынуждают правительство вести активную внешнюю политику заимствований, а также использовать национальные ресурсы заимствований.

---

\* Геєц Валерій Михайлович – директор Института экономики и прогнозирования Национальной академии наук Украины, академик НАН Украины.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке НАН Украины в рамках совместного научно-исследовательского проекта РФФИ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект 14-08/08-02-91205 а/У.



Главной отличительной особенностью финансового кризиса 1998–1999 гг. была чрезмерная активность государства на долговом рынке с целью финансирования дефицита бюджета. Ключевую роль в этом процессе играли нерезиденты и Национальный банк Украины. Детали этого кризиса проанализированы во многих публикациях, в том числе и в публикациях автора 2000 и 2001 гг., поэтому нет смысла к ним возвращаться, тем более что настоящий кризис имеет во многом иную природу. Кризис 1998–1999 гг. закончился спадом экономики, девальвацией национальной валюты, бегством из страны средств нерезидентов, купивших государственные ценные бумаги, и созданием в результате девальвации запаса ценовой конкурентоспособности украинской экономики. Используя благоприятную внешнеэкономическую конъюнктуру того времени, а также освободившиеся в результате предыдущего трансформационного спада 1992–1997 гг. ресурсы мощностей, располагая запасом ценовой конкурентоспособности, экономика Украины начала расти темпами более 7% (в среднегодовом исчислении) вплоть до середины 2008 г.

Во второй половине 2008 г. начался резкий спад промышленного производства и строительства, ускорилась инфляция, резко обвалился курс национальной валюты, население запаниковало и начало массово изымать из банков свои сбережения. Аналогичные процессы продолжились и в первой половине 2009 г., что предопределило и общее падение ВВП темпами, близкими к 14%, а спад промышленного производства – на уровне 20%, что в целом позволяет утверждать об ожидаемом выходе экономики Украины на докризисный уровень 2008 г. к 2015 г.

В целом настоящий кризис в Украине вызван, как и многие другие кризисы в мире, чрезвычайно высокими темпами роста кредитов. Если в 2004 г. их величина составила 25,7% от ВВП, то уже в 2008 г. достигла 77,3% от ВВП при росте более чем на 65–74% каждый год в период 2005–2008 гг. При этом, как видно из данных, представленных в табл. 1, весьма высокими были темпы роста кредитов физическим лицам. Что особенно важно, и физические, и юридические лица в период

с 2004 по 2008 гг. включительно предпочитали увеличивать удельный вес кредитов в иностранной валюте. Причиной тому была политика фиксированного валютного курса, которой придерживался Национальный банк Украины. Он даже допустил в этот период некоторую ревальвацию курса, хотя все это время инфляция в стране имела тенденцию к ускорению, достигнув по итогам 2008 г. 22%. Если в 2005 г. удельный вес кредитов, выданных юридическим и физическим лицам в национальной валюте, составил 60,9%, то по итогам 2008 г. и во время обострившихся процессов в экономике этот показатель упал до 40,9%. То есть снижение составило 20 процентных пунктов. Физические лица имели особенно высокую долю кредитов в иностранной валюте. По итогам 2005 г. удельный вес последних в общей сумме кредитов физическим лицам составил 59,2%, а по итогам 2008 г. – уже 65,2%. Еще более высокая динамика увеличения доли получения кредитов в иностранной валюте была характерна в рассматриваемый период для юридических лиц. Если в 2005 г. удельный вес указанных кредитов в общей сумме кредитов составил 35,6%, то по итогам 2008 г. достиг 51,1%. Прирост составил 11,5 процентных пункта (табл. 1).

Упомянутые структурные изменения в кредитах, выданных физическим и юридическим лицам в национальной и иностранной валюте, есть результат динамических изменений выдачи кредитов от года к году, которые зафиксированы в табл. 1. И только кризисный 2008 год внес, как мы видим из данных табл. 1, существенные изменения в динамические характеристики кредитования. Основной особенностью кризисного 2009 года было абсолютное сокращение всех кредитов на 2,1% в годовом исчислении.

Отмеченные выше тенденции структурных изменений в кредитной политике имеют весьма долговременные негативные последствия, поскольку означают зависимость финансового состояния юридических и физических лиц от колебаний валютного курса, что и подтвердилось, когда в конце 2008 г. обострилось состояние дел в экономике и финансовой сфере.

Таким образом, кредитная экспансия и фиксированный курс были теми процессами, которые предопределили достаточно глубокий кризис в экономике и банковской сфере (о чем говорится ниже). Однако основные причины кризиса не исчерпывались вышеуказанными.

Таблица 1 Темпы прироста кредитов физических и юридических лиц в национальной и иностранной валюте в 2005–2009 гг., в % к предыдущему году

Динамика кредитов	2005	2006	2007	2008	2009
Всего в национальной и иностранной валюте	65,5	71,0	74,0	71,9	-2,1
Всего в национальной валюте	62,0	52,4	72,6	40,3	16,9
Всего в иностранной валюте	68,2	95,4	75,4	103,6	-15,2
Всего физическим лицам, в том числе:	128,9	134,4	97,9	31,1	-14
– в национальной валюте	109,1	106,3	93,8	36,6	-15,5
– в иностранной валюте	145,0	57,5	32,5	66,2	-13,5
Всего юридическим лицам, в том числе:	52,6	51,7	62,8	61,6	5
– в национальной валюте	56,6	41,4	66,4	41,6	27,7
– в иностранной валюте	46,7	68,2	58,1	101,9	-16,7

Источник: данные Национального банка Украины

Характер кредитов, выданных физическим лицам, был в основном потребительским, что значительно усугубило ситуацию в банковской системе на фоне начавшегося в Украине финансового кризиса 2008 г. и уже имевшего место глобального финансово-экономического кризиса. Последний обусловил кредитное сжатие для украинских заемщиков на внешних рынках, в то время как уже в 2009 г. надо было возвращать часть ранее взятых относительно краткосрочных внешних займов, выданных Украине.

Как видно из данных табл. 2, даже в уже неблагоприятном 2008 г. (когда во второй его половине начали проявляться признаки кризиса), удельный вес кредитов, выданных на срок более 5 лет, возрос на 5,1 процентных пункта и достиг 31,8%. В структуре же кредитов, выданных домашним хозяйствам на потребительские цели, долгосрочные кредиты выросли на 3,1 процентных пункта и достигли 86,5%.

Таблица 2 Структура кредитов по срокам погашения, предоставленных резидентам и домашним хозяйствам на потребительские цели и на приобретение, строительство и реконструкцию недвижимости в 2007–2008 гг.

Год	Кредиты резидентам		Кредиты домашним хозяйствам на потребительские цели		Кредиты на приобретение, строительство и реконструкцию недвижимости	
	всего	на срок более 5 лет	всего	на срок более 5 лет	всего	на срок более 5 лет
2007	100,0	26,7	100,0	83,4	100,0	89,4
2008	100,0	31,8	100,0	86,5	100,0	92,4

Источник: рассчитано по данным Национального банка Украины

Что касается кредитов домашних хозяйств на покупку, строительство и реконструкцию недвижимости, то доля долгосрочных кредитов на срок более 5 лет в их структуре в 2008 г. составила 92,4%, что на 3 процентных пункта больше в сравнении с 2007 г. К сожалению, Бюллетень Национального банка за 2009 г. не дает более ранних данных по соответствующим показателям за 2005–2006 гг., когда начала формироваться кредитная экспансия. Однако можно с уверенностью констатировать, что в этот период имела место однозначная тенденция роста удельного веса долгосрочных кредитов внутри страны на фоне относительно краткосрочных внешних займов банковского сектора, увеличившихся за период 2005–2008 гг. в 14,8 раз и сформировавших 38,8% консолидированного внешнего долга Украины. В 2009 г. он достиг величины, близкой к 100 млрд долл., что потенциально уже тогда определяло угрозы дестабилизации банковской системы Украины в случае ограниченности возможностей перекредитования на внешних рынках и/или снижения возможностей внутренних заемщиков на предмет погашения своих долгов. Что и произошло позже, подтвердив наши прогнозы предупредительного характера, результаты которых были опубликованы еще в 2006 г.

Из других макроэкономических особенностей периода 2005–2008 гг., значительно повлиявших на состояние дел в экономике Украины накануне глобального финансового

и экономического кризиса, достигшего к концу 2008 г. и Украины, можно и необходимо выделить следующие.

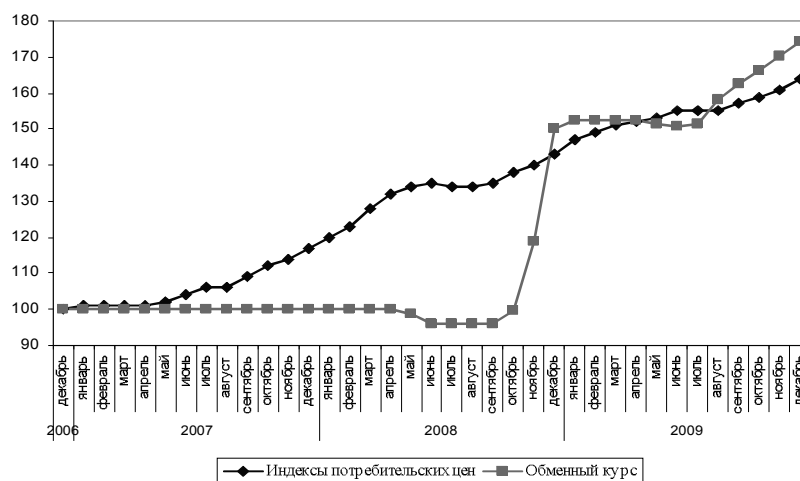
Прежде всего, следует отметить, что стабильность валютного курса национальной денежной единицы — гривны — в этот период искусственно поддерживалась со стороны Национального банка Украины, хотя имел место значительный приток иностранной валюты в виде иностранных займов, что создавало давление в сторону ревальвации курса национальной валюты и при росте внутренних цен предопределило тенденцию к формированию отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса страны.

Внешние заимствования осуществлялись как нефинансовым сектором, так, особенно, и коммерческими банками, среди которых значительное место занимали дочерние филиалы иностранных банков Австрии, Италии, Швеции, купившие в этот период ряд коммерческих банков на территории Украины. Значительный приток валюты, кредитная экспансия, рост внутренних цен и стабильность валютного курса формулировали потенциально и угрозу появления в будущем двойного дефицита платежного баланса, что предопределило условия для его кризиса и возникновения макроэкономической нестабильности, неспособности банков выполнять свои обязательства как по долгам, так и по депозитам.

Создание условий для будущей нестабильности имело место и со стороны бюджета, который изрядно тратил деньги на различного рода социальные программы в процессе борьбы за голоса избирателей, ибо все это время страна находилась в перманентном избирательном процессе. Период 2005–2008 гг. характеризовался весьма значительными изменениями в структуре расходов консолидированного бюджета Украины. В частности, на оплату труда и трансферты населения расходовалось более 50% расходов бюджета, в то время как в период 2000–2002 гг. этот показатель не превышал 38%. Если проследить динамику индекса потребительских цен и динамику оплаты труда населения, то мы увидим их взаимосвязь. Это позволяет однозначно утверждать, что перво-

причиной ускорения инфляции в указанный период были структурные изменения в расходовании средств бюджета на цели поддержания платежеспособного спроса населения. Удовлетворить и поддержать ускоряющийся спрос и, соответственно, заработать на этом смогли главным образом иностранные кредиторы, а также производители импортной продукции, поскольку удовлетворить его за счет внутренних ресурсов с имеющейся динамикой экономики национальным производителям было не под силу.

С конца 2008 г. ситуация начала меняться. Индекс номинального обменного курса по итогам 2008 г. и особенно по апрель 2009 г. возрос и обогнал за 4 месяца 2009 г. индекс потребительских цен (ИПЦ). Накопительная динамика индекса номинального обменного курса практически сравнялась по итогам 2008 г. с индексом потребительских цен (см. рис. 1).



Источник: данные Национального банка Украины

Рисунок 1 Накопительная динамика индексов потребительских цен и обменного курса в 2007–2009 гг., в % к декабрю 2006 г.

Как и следовало ожидать, на фоне кризиса в мировой экономике и резкой девальвации национальной валюты,

резко снизился импорт и в несколько меньшей степени — экспорт. Это улучшило показатели торгового баланса, однако по капитальному счету платежного баланса ситуация продолжает оставаться достаточно напряженной, ибо в течение 2009 г. имел место отток иностранной валюты.

Как результат агрессивной политики банковского кредитования (особенно в иностранной валюте) в условиях дестабилизации валютного курса после ряда лет его стабильности и даже некоторой ревальвации (что было ошибкой и со стороны Национального банка Украины, и правительства, продекларировавшего и реализовывавшего весь этот период рост доходов населения и соответственно платежеспособного спроса), в Украине возник банковский кризис.

Кризис в украинской банковской системе угрожает серией банкротств, поскольку, кроме всего прочего, долги, которые надо отдавать банкам, — это долги в иностранной валюте, а большинство банковских активов номинировано в обесценивавшихся гривнах. Кроме того, фондовые активы в значительной степени стали проблемными и остаются таковыми на данное время, поскольку в условиях кризиса они обесцениваются, а восстановление их стоимости — процесс не одного года. Проблема осложняется еще и тем, что Национальный банк Украины, осуществляя рекапитализацию банковской системы в 2008–2009 гг. с целью поддержания ликвидности банковской системы, выдавал ресурсы коммерческим банкам «под гарантии самого должника». К этим вопросам мы вернемся ниже, но прежде анализируем причины и условия системности банковского кризиса в Украине, который определяется масштабами внешнего долга. Согласно данным компании “Sigma Bleyzer”, работающей в Украине уже много лет, долг на момент начала кризиса достиг величины, превышающей уровень международных резервов НБУ. Краткосрочный внешний долг Украины состоял из 26 млрд долл. краткосрочных внешних обязательств банковского сектора и сектора нефинансовых корпораций, а также части долгосрочного долга, который

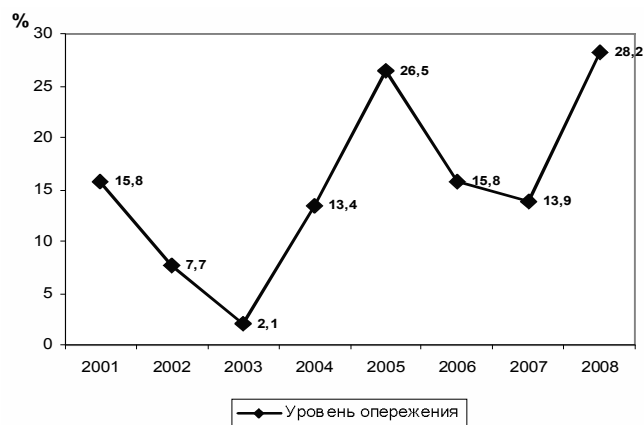
по остаточным срокам погашения необходимо классифицировать как краткосрочный. В этом случае суммарный краткосрочный долг достигал на 2009 г. величины 45 млрд долл., что на 30% превышало международные резервы НБУ, а это угрожало разворачиванием серьезного кризиса не только в банковской системе, но и во всей экономике. В этом кроется глубинная причина обращения Украины в 2008 и 2009 гг. за помощью в МВФ. Ситуацию в целом в 2009 году удалось удержать в относительной стабильности благодаря займам, осуществленным Украиной в МВФ, а также благодаря реструктуризации около 70% долгов, в основном корпоративного и банковского секторов. При этом, государство активно вмешалось в банковскую систему и купило ряд пакетов коммерческих банков, что расширило присутствие государства в банковском секторе.

Оценивая денежно-кредитную и бюджетную политику периода 2005–2008 гг., можно утверждать, что она, хотя и способствовала экономическому росту и повышению уровня жизни населения, но имела нездоровую финансовую основу, ибо Украина непроизводительно тратила деньги на потребление, уровень которого зависел от инфляции. Самое главное, в ходе этого роста в значительной степени снизился запас ценовой конкурентоспособности экономики Украины, а модернизация и инновационное обновление экономики в массовом масштабе не осуществлялись. Деньги тратились непроизводительно на поддержание темпа роста среднемесячной заработной платы при значительно отстающих темпах роста производительности труда (см. табл. 3 и рис. 2).

Таблица 3 **Опережение темпами роста среднемесячной заработной платы темпов роста производительности труда в 2001–2008 гг., процентные пункты**

Уровень опережения	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	15,8	7,7	2,1	13,4	26,5	15,8	13,9	28,2

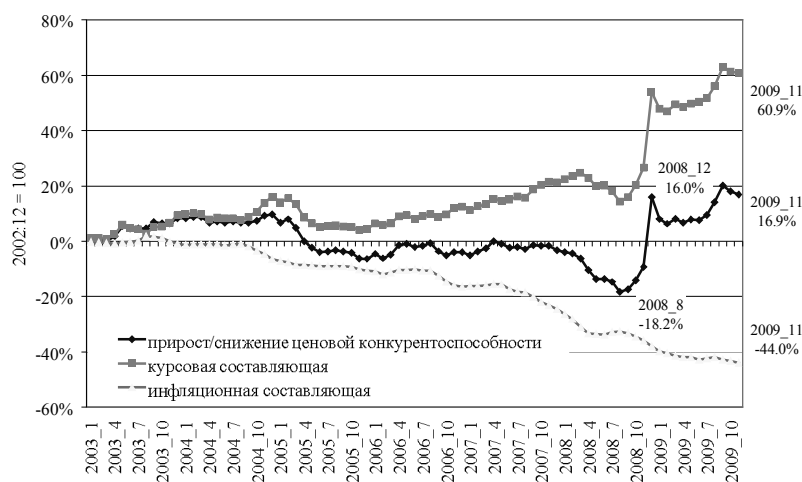




Источник: расчеты Института экономики и прогнозирования НАН Украины

Рисунок 2. Графическая интерпретация данных таблицы 3

Проводимые на регулярной основе оценки динамики и уровня ценовой конкурентоспособности в Институте экономики и прогнозирования НАН Украины (рис. 3),



Источник: рассчитано по данным Госкомстата Украины, НБУ, статистических ведомств и центральных банков внешнеэкономических партнеров Украины

Рисунок 3. Динамика ценовой конкурентоспособности в разрезе отдельных составляющих

свидетельствуют, что в основном — с 2004 г. — инфляция была, по сути, главным источником снижения ценовой конкурентоспособности экономики Украины. По итогам ноября 2009 г., инфляционная составляющая обусловила снижение ценовой конкурентоспособности на 44%, а курсовая — рост на 60,9%. В этом проявился эффект обесценения доллара за время наблюдений, что и предопределило на вторую половину 2009 г. возможности ускорения роста экспорта в сравнении с импортом и улучшение показателей текущего счета платежного баланса до уровня  $-1,5$  млрд долл. с  $-12,9$  млрд долл. в 2008 г.

По предварительной оценке, падение ВВП в Украине по итогам 2009 г. достигло величины, близкой к 14%. Инфляция при этом ускорялась на протяжении всего рассмотренного периода и в 2008 г. стала рекордной за последние 8 лет. В 2009 г. прирост ИПЦ составит 12,3%. В целом же Украина к началу мирового финансового кризиса находилась в весьма неустойчивом финансовом положении, поскольку динамика предложения денег в экономике на уровне 80–90% определялась выкупом Национальным банком иностранной валюты. Последняя поступала в страну не в результате превышения экспорта над импортом, а преимущественно в результате заимствований, источник которых всегда в какой-то момент иссякает, и начинается их отток, а рост экономики в этот период на 80–90% определялся внешними заимствованиями, стимулирующими внутреннее потребление.

Начало оттока ресурсов с Украины только по итогам IV квартала 2008 г. и I квартала 2009 г. привело к дефициту платежного баланса на уровне 10,1 млрд долл., что предопределило его финансирование за счет резервных активов Украины.

В целом по итогам 2009 г. несмотря на некоторые улучшения ситуации со второго квартала 2009 г. в части прироста экспорта товаров и услуг, обновления притока реальных иностранных инвестиций в страну, минимизации бегства от гривны в иностранную валюту, сокращения оттока средств в связи с погашением краткосрочных обязательств и платежей

по долгосрочным займам явилось дестабилизатором макроэкономической ситуации, которая остается нестабильной, ибо внешняя задолженность Украины не уменьшилась и составляет более 100 млрд долл. При этом в 2010 г. оценочно объем средств, подлежащий выплате за рубеж, составляет около 30 млрд долл., что превышает наличные резервы, и без возобновления сотрудничества с МВФ, а также без реструктуризации долгов обслужить его невозможно, а это значит, что удержать стабильность будет трудно, поскольку возможный приток иностранных инвестиций будет сдерживаться политической нестабильностью и отсутствием бюджета на 2010 г.

Украина вследствие политического цикла в экономической политике, начавшегося в конце 2004 г., с 2005 г. попала в ловушку внешнего заимствования, определившего динамику формирования предложения денег, в том числе денежно-кредитную политику и валютно-курсовую политику. Ресурсы таких заимствований были исчерпаны как вследствие действия внутренних причин (поскольку еще в 2007 г. внешний долг страны достиг величины, близкой к 60% ВВП – уровня, который очень часто порождает кризисы в других странах), так и в силу внешних условий (ибо мировой финансовый кризис сделал такие ресурсы дефицитными и в настоящее время, и на будущее). Несмотря на то что предложение денег в мировой экономике растет и будет расти, скорее всего, оно будет иметь другое происхождение, хотя смысл действия мировой финансовой системы пока что во многом не изменяется. Мировой кризис 2007–2009 гг. «заливается» деньгами, а попытки достичь эффекта за счет договоренностей на уровне стран двадцатки путем реализации более строгих регулятивных мер глобального характера не дали особых результатов. Мы уже раньше (в первой половине 2009 г.) писали, что решение правительства США о снятии, по сути, ограничений на увеличение предложения денег может сохранить статус-кво. Поэтому-то в настоящее время многие из экспертов и фиксируют, что костер кризиса действительно залили деньгами, но за программы стимулирования экономики необходи-

мо будет платить, как известно, отдельным бедным странам и народам. В будущем нас ожидает удвоение публичного государственного долга США, проблема которого решится с помощью инфляции<sup>10</sup>. Тем самым США продолжают тянуть мир в пропасть. Печатный станок работает в США в три смены, и страну ожидает инфляция, обесценение доллара, что предопределяет болезнь для многих экономик<sup>11</sup>.

В Украине финансовая ситуация во многом определяется намерениями иностранных кредиторов корпоративного сектора и банков получить деньги по долгам, как минимум, вовремя, а предпочтительнее — досрочно. Инвесторы считают необходимым вывести из страны прибыль от ранее сделанных инвестиций и не желают ее реинвестировать. Отток капитала инициируется политическим кризисом с неизвестным исходом в ближайший год и серьезными проблемами в бюджете страны. В конечном итоге объемы выводимых ресурсов достаточно велики, как и долги Украины за импорт энергоносителей, что свидетельствует о настоящем кризисе платежного баланса страны. Поэтому при одновременном стремлении многих субъектов хозяйствования и отдельных бизнесменов из финансового сектора вывести ресурсы за границу, резервов для поддержания платежного баланса не так много. И очевидно, что без изменения курса национальной валюты в сторону дальнейшего снижения восстановить баланс весьма сложно. Вместе с тем с начала 2009 г. наметилось укрепление реального эффективного обменного курса вследствие значительного притока ресурсов валюты по займам МВФ, а также административных мер со стороны Национального банка Украины и ожившего частично экспорта. В результате, если обратиться к тенденциям, показанным на рис. 3, то через 3–4 месяца, в период I квартала 2010 г., может наблюдаться процесс потери ценовой конкурентоспособнос-

---

10. Фурса С. Костер кризиса завалили деньгами, или год после краха Lehman Brothers // Зеркало недели. 2009. № 34.

11. Лямец С. США продолжают тянуть мир в прорву // Экономическая правда. 2009.16.09.

ти экспорта из-за ожидаемого роста внутренних цен и, как следствие, формирование нового дефицита текущего счета платежного баланса, а в будущем – и очередного дефицита капитального счета. Вследствие этого, вполне возможно, за 2–3 года возобновится угроза кризиса платежного баланса и формирования для Украины новой «долговой ловушки», в результате чего рост экономики будет кратковременным и продолжающимся лишь несколько лет. И так от кризиса к кризису, которые будут периодически возникать, если не будет осуществляться реструктуризация реального сектора экономики за счет модернизации ее производственного аппарата и выхода на инновационный путь развития.

Не исключено, что этот сценарий дестабилизации не будет реализован, поскольку в течение 2009 г. пока что осуществляя другой, не менее, а даже более неприятный сценарий для будущего экономики Украины. В частности, мы имеем в виду тот факт, что после определенной стабилизации курса на уровне 7,6–7,8 гривен за 1 долл. в мае–августе 2009 г. правительство вместе с Национальным банком Украины не предприняли серьезных мер по стабилизации банковской системы. Не был также реализован ряд сценариев решения антикризисных задач в зависимости от ситуации в проблемных банках. Вместо этого Национальный банк, не имея стратегии решения проблем банков в зависимости от характера этих проблем (что, как правило, требует подходов, основанных на идеологии реструктуризации и санации системы), занял позицию спасения всей системы, что в принципе невозможно осуществить. И, самое главное, что без этого невозможно будет решить и проблемы в будущем, поскольку финансовое состояние клиентов банков, взявших кредиты в условиях тяжелейшего экономического кризиса (приведшего к ожидаемому спаду производства в 2009 г. на уровне 14%, безработице, неполной занятости, падению доходов населения, обесцениванию национальной валюты более чем на 50%), не позволяет надеяться на стабилизацию банковской системы. Особенно это относится к тем банкам, которые массово, как указывалось выше, наращивали

валютное кредитование и физических, и юридических лиц. Анализ д.э.н. Н.М. Шелудько (Институт экономики и прогнозирования НАН Украины) свидетельствует, что до сих пор в банках Украины одной из самых насущных задач, требующих безотлагательного решения, является накопление проблемных кредитов. Их объем в банковской системе за 11 месяцев 2009 г. вырос на 47,3 млрд грн., или в 3,6 раза. Так, по данным Национального банка, на 1 декабря суммарный объем проблемных кредитов превысил 65 млрд грн., или 8,7% от общего кредитного портфеля всех украинских банков.

При этом все участники рынка согласны с тем, что цифры, которые публикует Нацбанк, отображают не более чем тенденцию, тогда как реальные показатели «плохих» кредитов в несколько раз больше. Например, по данным инвестиционной компании “Concorde Capital”, в среднем по банковской системе доля проблемных ссуд составляет от 10 до 15%. По оценкам инвестиционной компании “Foyil Securities”, доля проблемных кредитов в украинских банках колеблется в пределах 18–23%. Ассоциация участников коллекторского бизнеса оценивает уровень проблемной задолженности на конец 2009 г. лишь в сегменте розничного кредитования на уровне 70 млрд грн. И если это так, то это означает, по нашему мнению, что впереди – серьезная проблема кризисного характера в банковской сфере, и чем дольше она будет оставаться неразрешенной, тем медленнее будет экономический рост.

Несмотря на то что пика накопления проблемных кредитов банки еще не достигли, им становится все тяжелее маскировать растущую задолженность. Хотя «плохие» кредиты частично пролонгируют, однако настоящих масштабов псевдореструктуризации не знает никто, и того, когда эти проблемы проявятся – тоже. Все зависит от сроков кредитных портфелей разных банков.

Ухудшение качества активов вынуждает банки проводить значительные отчисления в резервы под проблемные кредиты. Более объективно, чем информация НБУ, уровень

проблемных кредитов в банках отображает размер сформированных ими резервов. На 1 декабря 2009 г. среднее значение резервов по всей банковской системе составляло 12,3% от величины кредитного портфеля. По нашему мнению, этого недостаточно, и увеличить этот показатель следует до уровня 15–16%.

Резкое увеличение суммы, направленной на резервирование, свидетельствует об ухудшении качества обслуживания кредитов. При этом финансисты отмечают, что в последнее время произошли изменения в структуре активов, которые быстрее всего «портятся». По имеющимся оценкам, в ритейле (кредитовании физических лиц) пик темпов роста проблемной задолженности уже практически достигнут. В отношении же корпоративных кредитов этот процесс только набирает обороты, и надо иметь в виду, что он продлится еще не менее чем 6 месяцев после начала подъема экономики, то есть, если учесть текущие тенденции, то рост проблемных кредитов может остановиться только к середине 2010 г.

Вместе с тем, и этот срок улучшения ситуации с возвратом кредитов, взятых ранее корпоративным сектором, является достаточно оптимистичным, поскольку финансовые результаты обычной деятельности до налогообложения, например по видам промышленной деятельности, за январь – октябрь 2009 г., характеризуются убытками в объеме почти полмиллиарда гривен. Особенно значительные убытки в металлургии – более 7,4 млрд грн., химической и нефтехимической промышленности – более 2,6 млрд грн. А в целом в обрабатывающей промышленности отрицательная величина финансовых результатов равна почти 4,3 млрд грн. В то же время в промышленности в целом и ее отдельных подотраслях все время растут текущие обязательства и, что особенно неприятно, растет величина краткосрочных кредитов и текущей задолженности по долгосрочным обязательствам. Это вместе составляет увеличение в краткосрочном отношении долговой нагрузки на промышленность и снижение ее возможности обслуживать долги на фоне отрицательных показателей

финансовой деятельности 2009 г., что вполне реально увеличит рост невозвратных долгов в банках Украины и повысит степень наступления кризисных явлений.

Какой величины может достичь уровень “плохих” кредитов в банковских активах, уверенно спрогнозировать не берется никто. По большому счету, это будет зависеть от состояния экономики и курса доллара в Украине. По имеющимся оценкам, рост доли таких кредитов до 30% на конец 2009 г. – не самый пессимистический вариант. Европейское издание *The Wall Street Journal* отмечает, что «в действительности рынок оценивает риск дефолта в Украине как чрезвычайно высокий». Газета также приводит данные мировых экспертов о том, что доля проблемных кредитов для Украины может достигать 40%. Экс-министр экономики Украины и Председатель Национального банка Украины в период финансового кризиса 2004 г. утверждает, что при курсе 10 грн. за 1 доллар США этот показатель может достичь 50% активов, хотя пока что ожидается, что в течение первой половины 2010 г. курс национальной валюты Украины гривны не достигнет уровня более 8,5 грн. за 1 долл. Однако, если новый Президент страны и правительство выполнят последний принятый в 2009 г. закон о социальных стандартах в части пенсий и минимальной заработной платы, курс может быстро пройти и отметку 8,5-9,0 грн.

Дополнительным аргументом в пользу тезиса о возможном падении курса гривны является дорекапитализация в конце 2009 г. недавно рекапитализированного государством Родовид-банка на 5,6 млрд грн. и Укргазбанка на 1,9 млрд грн., а также информация о возможной дорекапитализации Родовид-банка и других банков в 2010 г. Правительство предлагает заложить в госбюджете на 2010 г. 50 млрд грн. на рекапитализацию банков. Пока бюджета на 2010 г. нет, и как будут развиваться события – говорить трудно, хотя можно предполагать, что местные выборы мая месяца 2010 г. и ожидаемые возможные новые выборы Парламента того же 2010 г. могут изменить многое.



Проблема накопленных рисков в банковской системе остается нерешенной, накопление проблемных кредитов и их реструктуризация – просто перенесение рисков на будущее. В данный же момент принимаются пока весьма стандартные и неэффективные меры стабилизации, среди которых: формальное продление сроков проблемных кредитов, ослабление требований к оценке плохих кредитов и т.д. – вместо стресс-тестирования всей банковской системы, санации ее на этой основе и капитализации той ее части, которая еще жива и имеет перспективу.

В ходе развития банковского кризиса в Украине в 2008 г. и в течение 2009 г. в адрес Национального банка Украины прозвучало достаточно много обвинений в непрофессионализме. Так, по сообщению кампании “DVDevelopment” от 18 февраля 2009 г., А. Ослунд, долго работавший в Украине и ряде других стран с транзитивной экономикой, обвинил в некомпетентности Национальный банк Украины. В частности за то, что НБУ обеспечил необычайно плохой обменный курс и проводил монетарную политику, позволившую осуществить финансирование дефицита бюджета 2008 г. в объеме 6,7% ВВП. В этом, по мнению А.Ослунда, не было никакой потребности. Последнее утверждение, на наш взгляд, требует обоснования, поскольку в ходе развития глобального кризиса многие страны махнули рукой на кризисные величины бюджета и инфляции. Вместе с тем причина не только в этом. Как сообщил С.Старицкий в «Экономической правде» от 20 июля 2009 г.<sup>12</sup>, действия НБУ повысили степень спекуляции на рынке строительства, спровоцировав катастрофы в этой сфере. В частности, кредитная деятельность банков в 2008 г. обеспечила корпоративному бизнесу и населению приобретение, строительство, реконструкцию недвижимости на сумму 55,3 млрд грн., что в 1,34 раза больше, чем капитальные вложения госбюджета и местных бюджетов всех уровней в 2008 г. Эта кредитная

---

12. *Старицкий С.* В кризі винен Нацбанк? // Економічна правда. 2009. 20 липня (<http://www.epravda.com.ua/publications/4a641d3866453/>).

деятельность базировалась на спекулятивном спросе. И с этим выводом С. Старицкого нельзя не согласиться. Ведь, во-первых, такая поддержка со стороны НБУ формировала рост залоговой стоимости недвижимости, что позволяло искусственно поддерживать доходность строительного бизнеса в течение 2008 г. А во-вторых, уже в ходе разразившегося кризиса в 2009 г. Национальный банк Украины вновь поддержал жилищный строительный бизнес, не допустив, по нашему мнению, желательного снижения цен, прежде всего на жилье. Завышенный уровень цен удерживал и удерживает до сих пор население, имеющее сбережения (в том числе изъятые в ходе кризиса из банков), от приобретения жилья. Между тем покупка жилья позволила бы оживить не только строительство, но и другие отрасли, а также положительно повлияла бы на стабилизацию банковской системы. Этого как раз и не произошло по вине Национального банка Украины.

Не отреагировал Национальный банк Украины своевременно (в 2007–2008 гг.) и на непропорционально высокое наращивание кредитования, в частности, на рост динамики и объемов потребительского кредитования. Об опасности данного тренда неоднократно предупреждали независимые эксперты, в том числе и автор данной работы. Стратегической ошибкой Национального банка Украины была его позиция в части значительного расширения присутствия иностранных банков в банковской системе Украины. Дочерние банки, не имея серьезных ограничений по ресурсам, расширяли потребительское кредитование, прежде всего на приобретение импортных товаров. Это результат продуманных совместных действий иностранного банковского и корпоративного бизнеса по продвижению импорта в Украину. Мы неоднократно предупреждали о негативных последствиях необоснованно большого расширения присутствия иностранных банков, не имеющих ограничений в кредитных ресурсах и заинтересованных (прямо или косвенно) в корпоративных действиях импортеров. Кроме того, удельный вес государственных банков, осуществляющих кредитную деятельность без поддержки

со стороны правительства, постоянно падал, что не позволяло создавать конкуренцию на рынке банковских услуг.

В условиях кризиса, ограниченных внешних заимствований и жестких условий получения займов от МВФ необходимость возврата заимствованных ресурсов стала одной из причин не только нагрузки на валютные резервы Национального банка Украины, но и девальвации гривны. Все это способствовало дестабилизации банковской системы и массовому изъятию из нее депозитов.

Вместе с тем негативные последствия действий Правительства и Национального банка Украины в части использования ресурсов МВФ для поддержания макроэкономической стабильности состоят в том, что частный внешний долг стал государственным долгом — в результате осуществленных займов и погашения их в условиях текущей политики поддержания ликвидности коммерческих банков со стороны Национального банка Украины. Государственный долг в будущем придется погашать всем налогоплательщикам страны, в то время как заемное внешнее финансирование осуществлялось в коммерческих целях частными банками. Тем самым потенциально снижается уровень жизни всего населения. Конвертация частных долгов в государственные осуществлялась с использованием для этого ресурсов МВФ, которому политически выгодно поддержать иностранные банки. Национальный банк Украины выделил частным банкам для их рекапитализации огромные ресурсы, которые были использованы на покупку валюты и возврат иностранных долгов. Поскольку многие банки в условиях кризиса потеряли в стоимости своих активов, возвращать долги Национальному банку Украины будет нечем, а потому сначала эти кредиты будут пролонгированы, а затем повиснут в качестве долгов, которые не будут возвращены.

Таким образом, на основании вышеизложенного можно утверждать, что имеет место массовая долларизация пассивов банковской системы, повлекшая долларизацию как наличного, так и безналичного денежного обращения в экономике

Украины. То есть доверие к банковской системе и экономике в целом держалось на стабильном курсе вместо поддерживаемой стабильной инфляции. Все это в конечном итоге есть следствие несогласованной политики Правительства и Национального банка, которые, по сути, стали промоторами политического цикла в экономической политике. Указываемый цикл, зародившись в период политической борьбы за исход выборов Президента Украины в 2004–2005 гг., перманентно продолжился и во время финансового и экономического кризиса 2008–2009 гг. В результате всех этих действий страна оказалась в долговой ловушке, когда ее совокупный внешний долг возрос до уровня 90% ВВП.

В августе–сентябре 2009 г. отмечался период, когда возврат коммерческими банками внешних долгов в очередной раз подстегнул девальвацию национальной валюты. Обесценение гривны сопровождалось массовым ажиотажем и спросом на иностранную валюту со стороны населения, купившего только в августе 2009 г. более 1,6 млрд долл. Кроме того, Украина постоянно осуществляет валютные платежи за рубежом за израсходованный газ, тарифы на который для населения не отражают его реальную стоимость. Из месяца в месяц Национальный банк Украины выделяет гривневые кредиты, а по сути «печатает» деньги для покупки валюты и оплаты внешних долгов за газ. В последнее время внешние долги за газ взяло на себя правительство Украины и пытается их реструктуризировать, пролонгировав возврат долгов на несколько лет.

В банковской системе Украины происходят весьма противоречивые процессы, которые поддерживаются Национальным банком Украины. Банки-должники не банкротятся, и со стороны НБУ поддерживается их ликвидность, хотя значительная часть банков, в том числе с иностранным капиталом, получали достаточно высокие прибыли, прежде всего участвуя в процессе потребительского и строительного кредитования. С одной стороны, доминирующей идеологией вроде бы является спасение всей системы, а с другой, согласно

информации с рынка, – НБУ осуществлял продажу валюты по заниженному курсу для целей стабилизации далеко не всем банкам. Подобная избирательная дифференциация не только не стабилизирует курс, но и повышает его, поскольку остальные кредитные организации вынуждены работать по рыночному курсу.

Параллельно с выплатой внешних долгов в Украине выплачиваются вперед и налоги, поскольку в прессе не единожды сообщалось, что Правительство собирает налоги наперед, имея проблемы с доходами бюджета. Таким образом, кредитные ресурсы банковской системы сужаются, обескровливая тем самым экономику и способствуя ее дальнейшему падению. В совокупности и Национальный банк Украины, и Правительство в условиях кризиса делают акцент на административные методы управления, и, как результат, в какой-то мере удается тем самым добиться определенного перераспределения финансовых ресурсов и удерживать ситуацию, в результате чего динамика по секторам экономики начала характеризоваться некоторым улучшением показателей по большинству видов деятельности в Украине. В частности, на конец 2009 г. уровень загрузки сталеплавильных мощностей повысился почти до уровня 65% против 35,3% в ноябре 2008 г., что важно, поскольку украинская металлургия – это основополагающая отрасль в формировании валютных доходов страны. Но все это происходит на фоне снижения потребительского спроса, высокого уровня безработицы и ограниченного доступа к банковским кредитам.

Применение Национальным банком Украины запретительных мер типа моратория на досрочный возврат депозитов, декларативные заявления об оплате по валютным кредитам процентов в гривнах и многое другое не восстанавливает, а наоборот, разрушает доверие к банкам, что лишает их возможности увеличивать депозитные ресурсы и, следовательно, ограничивает кредитные возможности.

Украине необходима ориентация на поддержание стабильности в экономике и финансах на основе ресурсов МВФ,

о чем мы говорили выше. Вместе с тем сегодняшняя ситуация свидетельствует о том, что поддержка со стороны МВФ пока приостановлена, поскольку Украина постоянно нарушает условия меморандума. Среди этих условий и неповышение тарифа для населения на газ с сентября 2009 г., и более чем 33%-е превышение дефицита ресурсов в финансовом плане НАК «Нафтогаз» за 2009 г., отсутствие такого же плана на 2010 г., отсутствие решений о раскрытии информации о собственных доминирующих частях в коммерческих банках, решение о финансировании «Евро-2012» за счет ресурсов Национального банка и целый ряд других. Очередной транш был задержан на несколько месяцев вплоть до выборов Президента в 2010 г. Ожидалось, что в таких условиях продолжится падение курса валюты. Однако, общая ситуация в мире и стране позволила стабилизировать курс на уровне 8 грн. за 1 долл., а темп инфляции составил за 2009 г. 12,3%. Как можно оценить такую ситуацию? Если взять за отправную точку итоги 2006 г., когда курс был стабильным, а инфляция начала ускоряться, то накопительная динамика индекса потребительских цен и обменного курса составили величину соответственно 164 и 176,2%, что свидетельствует об определенной возможной и необходимой девальвации курса на величину в 12 и даже несколько больше процентных пунктов, с тем чтобы создать дополнительный запас ценовой конкурентоспособности для украинского экспорта. Однако, следует иметь в виду, что такое стремление не безгранично, и уже при курсе валюты в 9 грн. за долл. и все еще нестабильной экономике, в которой не ожидается бурного экономического роста, весьма трудным будет финансовое положение физических и юридических лиц, имеющих валютные обязательства в банках. Несостоятельность этих плательщиков обусловит расширение возможностей банкротств украинских банков, а банки с иностранным капиталом вынуждены будут еще больше искать возможности пополнения ресурсов со стороны материнских банков. Условия для повышения инфляции, как мы выше писали, пока сохранятся из-за высоких социальных обязательств, взятых во время выборов, поэтому

единственным недолговым источником стабильности, в том числе и национальной валюты, будет расширение экспорта в связи с некоторым наметившимся оживлением мировой экономики, а значит, и возможным ростом цен на экспортные товары из Украины. Однако ожидать быстрой стабилизации не следует, ибо продолжающийся политический кризис будет мотивировать экспортеров не возвращать экспортную выручку. Правительство вынуждено будет тратить основные финансовые ресурсы на социальные программы, борясь за голоса избирателей.

Политика коммерческих банков, получивших огромные объемы рефинансирования и направивших значительную их часть на покупку валюты с последующим выводом валютных резервов за рубеж в силу нестабильности, привела к ситуации, при которой ликвидность банковской системы остается практически на крайне неудовлетворительном уровне. Это не позволяет банковской системе исполнять свои обязательства и замораживает относительно низкое доверие к ней. На конец 2009 г. на корсчетах банков находилось всего около 17,4 млрд гривен, что исключает наращивание кредитования экономики в необходимых масштабах. Даже если бы необходимые кредитные ресурсы имелись, риск кредитования велик, поскольку финансовое состояние многих потенциальных заемщиков слабое, и реструктуризация производства не осуществляется.

В настоящее время украинская экономика оказалась в двойной ловушке собственного и мирового финансовых кризисов, когда реальным является и банковский кризис, и довольно глубокое падение экономики. При этом в силу одной из самых высоких нагрузок на экономику в виде затрат на поддержку пенсионеров и других категорий населения, получающих помощь от государства, вынужденно потребуются давление в сторону увеличения дефицита бюджета на фоне финансовой нестабильности. Для стабилизации ситуации в бюджете и пенсионном фонде в 2010 г. следует предусмотреть целый ряд изменений, направленных на максимально воз-

можно сокращение льгот отдельным категориям населения, а также на рационализацию выполнения государством своих обязательств по ряду общегосударственных функций относительно управленческих расходов и на сокращение общегосударственных и региональных государственных программ, а также изменение подходов в налоговой системе в части роста налогов на богатство, роскошь, сверхдоходы, собственность и т.д. Следует сокращать нерациональные расходы бюджета в 2010 г., доведя дефицит бюджета до уровня в 3–3,5% ВВП. Это будет способствовать стабилизации. Кроме того, покрыть более высокий дефицит бюджета без включения «печатного станка», то есть без участия Национального банка Украины, в 2010 г. будет невозможно, что повысит инфляцию, и, как представляется, нынешние политические силы, претендующие на лидирующую роль, не исключают этой возможности, продолжая давать завышенные обязательства населению.

Государство не должно допустить до конца 2009 г. и в 2010 г. появления в Украине еще одного источника социальной напряженности, которых и так достаточно. Речь идет о населении, имеющем депозиты в банках. Поэтому необходимо продолжить усилия по привлечению займов под гарантии правительства во Всемирном банке и МВФ для реструктуризации банковской системы и получения контрольных пакетов ряда коммерческих банков, которые надо органично объединить с имеющимися государственными банками, увеличив их удельный вес до уровня не менее 20% в уставном капитале банковской системы. Возможным критерием для принятия решения о действиях Национального банка и Правительства в части отдельных коммерческих банков является показатель достаточности капитала, являющийся расчетным показателем в виде отношения собственных средств банка к его активам. Если этот показатель незначительно отличается от известного минимального требования на уровне в 10%, например на 2–3 процентных пункта, то надо дать возможность банку нарастить капитал. Если же отклонение составит, например, половину минимального требования, то весьма



вероятно, что без вхождения государства такому банку проблемы с капиталом не решить. Тогда государству нужно заходить в капитал и покупать соответствующий пакет акций. В более тяжелых случаях по результатам проведенного стресс-теста банк надо сливать с другим, продавать, ликвидировать. При решении вопроса о пополнении капитала банка важно установить, каким образом обеспечить эффективный контроль над использованием ресурсов. Пока системы и банковского надзора, и рекапитализации банковской системы с участием государства работают с очень большими издержками. А отсутствие ясных сведений о реальных владельцах банков препятствует оценке возможностей пополнения капиталов банков со стороны частного бизнеса, т.е. формированию информационной базы для принятия правильных решений. Кроме того, на наш взгляд, не решены и проблемы перевода плохих активов банков на балансы небанковских кредитных институтов. Без такого перевода решение проблемы наращивания капитала банков маловероятно.

Осуществление на указанных принципах реструктуризации банковской системы позволит создать в Украине конкурентную банковскую среду, где банковский капитал в равных частях будет контролироваться государством, частным бизнесом, а также иностранным капиталом, а сами банки будут достаточно капитализированы. При этом государство получит возможность влиять на деятельность банковских институтов, что, как показывает опыт борьбы с нынешним финансовым кризисом, осуществляют высокоразвитые государства путем увеличения своего удельного веса в банковском капитале. Как результат, регуляторная политика государства в денежно-кредитной сфере может быть более успешной, хотя в Украине она осложняется рядом существенных ограничений. Они обусловлены высокими рисками исполнения бюджета в связи, с одной стороны, стремлением государства сохранить социальные параметры, ибо впереди избирательный процесс 2010 г., а с другой – с необходимостью расходовать государственные финансы на поддержание банковской системы и

вливание денег в экономику. Как планируется в бюджете 2010 г., на поддержку банковской системы правительством будет предоставлено 50 млрд грн. При этом с его стороны должен быть обеспечен действенный контроль за использованием этих средств (который гарантирует их возвратность в будущем после стабилизации банковской системы путем будущей продажи государством своей части). В противном случае, а также, если деятельность банков с участием государства не будет достаточно прибыльной, эти средства станут, по сути, источником инфляционного давления на экономику. Аналогичная ситуация уже имела место в 2009 г., когда Национальный банк выделял коммерческим банкам стабилизационные ресурсы, не обеспечив контроль за их использованием. Указанные действия Правительства и Национального банка в таком случае и в 2009 г., и в 2010 г. будут иметь характер скрытой эмиссии, последствия которой хорошо известны. В бюджете 2010 г., как и в 2009 г., Правительству не обойтись без сокращения бюджетных расходов, без усиления фискального давления, а это будет сдерживать доходность в экономике, уменьшать ресурсы на финансирование капитальных вложений и, главное, не обеспечит возможность возврата кредитов в банковскую систему. Выход из кризиса экономики и банковской системы в таком случае будет медленным, и ожидание ускоренного роста в 2010 г. — необоснованным.

Поскольку внешнее финансирование все же будет ограниченным, особенно в 2009 и 2010 гг., и более дорогим, необходимо (под задачи Правительства) начать широко практиковать реализацию национальных ценных бумаг на внутреннем рынке, расширяющих возможности финансирования экономически активных субъектов хозяйствования. При этом надо иметь в виду, что на начальной стадии кризиса население стремится в преддверии ухудшения ситуации запастись потребительскими товарами и потратить деньги в ожидании их обесценения. Такая мотивация вполне логична, но именно она на данном этапе поддерживает динамику цен на высоком уровне. В том же направлении действуют чрезвычайно

высокие цены на жилье, уровень которых превышал себестоимость строительства в два и более раз.

Следует заметить, что обесценение активов в Украине наблюдается во многих сферах. В таком случае логичным будет стремление, в том числе и иностранного капитала, взять под контроль многие из видов деятельности, пролонгировав и закрепив тем самым ранее сложившуюся модель преимущественно экзогенной ориентации развития экономики Украины. Следует заметить, что и опыт Украины, и опыт, например, соседней Венгрии показывают, что такая модель не гарантирует защиты от системных кризисов и долговой зависимости страны на будущее.

Кризис, ударив по доходам населения, обесценил активы, увеличил безработицу. Соответственно, он, усилив нагрузку на бюджет, доходы которого сократились, предопределил также повышение долговой нагрузки на экономику. Особенно болезненно кризис ударил по инвестиционной активности, лишив тем самым экономику среднесрочной перспективы, что является одним из самых негативных последствий. Так как для выхода из кризиса необходимо уменьшать бюджетный дефицит и заимствования на этой основе, сокращаются возможности государства по поддержке инвестиций, хотя заимствования растут как на внутреннем, так и на внешнем рынках. Только капитализация банков, имеющих проблемы и спасаемых правительством, выпускающим для этих целей внутренние гособлигации, потребовала в 2009 г. более 29,3 млрд грн. Правительство и Национальный банк весь 2009 г. продолжали активно занимать деньги за рубежом, поскольку падали доходы бюджета, а социальные обязательства росли одновременно с увеличением расходов правительства на поддержку банковской системы и отдельных отраслей экономики. Так, например, за январь—июнь 2009 г. в госбюджет поступило на 6,2% меньше доходов, чем за соответствующий период 2008 г. А за 2009 г. Национальный банк выкупил у правительства ценных бумаг почти на 35 млрд грн. В результате всех проведенных действий и конвертации частных долгов в государственные за

11 месяцев 2009 г., по данным Министерства финансов, внешний прямой и гарантированный госдолг вырос на 25,7%, то есть почти на 4,8 млрд долл. За весь 2008 г. он увеличился на 34%, или на 4,7 млрд долл. То есть растут и бюджетный дефицит, и государственные заимствования. В ходе сотрудничества с МВФ Украина, нарушая договоренности, все более дестабилизирует ситуацию: когда частные внешние долги сокращаются, государственные – растут, как внутренние, так и внешние. Украинское правительство, стремясь сохранить власть, пытается сохранить уровень жизни населения ресурсами заимствования, ибо Украина по уровню жизни существенно отстает от многих стран-соседей. Например, даже пережившая сложные времена распада Сербия имеет более высокий уровень ВВП на душу населения, чем Украина. В Украине уровень ВВП на душу населения составляет лишь 61,3% от соответствующего показателя по Сербии и 51,7% – от Белоруссии, постоянно обвиняемой в запаздывании реформ и применении административных методов, и 43,0% – от России, население которой находится в очень тесном контакте с населением Украины, что не может не влиять на соответствующие общественные настроения (см. табл. 4).

Таблица 4 Уровень ВВП Украины на душу населения в сопоставлении с ближайшими странами-соседями, %

	2008	2009 (оценки МВФ)
Беларусь	59,6	51,7
Болгария	59,6	54,9
Чешская Республика	29,2	26,5
Эстония	35,7	35,8
Венгрия	37,6	34,8
Латвия	42,9	45,2
Литва	38,7	40,9
Польша	41,9	35,9
Румыния	58,3	55,0
Россия	46,0	43,0
Сербия	67,9	61,3
Словакия	33,2	30,2
Словения	24,9	22,7

Источник: рассчитано по данным World Economic Outlook Database.

Однако сохраняющийся курс на поддержание уровня жизни населения за счет роста государственного долга весьма опасен. При неизменной социально-экономической политике дефицит бюджета, в покрытии которого Национальный банк Украины играет немаловажную роль, может вместе с дефицитом пенсионного фонда приблизиться к 10% ВВП в 2009 г. Если правительство пойдет дальше на соглашение с оппозицией и повысит минимальный прожиточный минимум, дефицит бюджета в 2009 г. увеличится до 12% ВВП. В таких условиях ориентация на новые иностранные займы и поддержание стабильности валютного курса является ошибочной стратегией. Вместо этого целесообразной представляется стратегия плавающего валютного курса, когда снижение курса национальной валюты будет стимулировать экспорт и поддержит экономический рост. Указанная стратегия должна дополняться мерами со стороны Национального банка в части снижения им процентных ставок, целевым рефинансированием спасаемых банков и реализацией ими соответствующих инвестиционных проектов с участием правительства.

Также необходимо введение контроля за движением капитала и выплатой иностранных займов в национальной валюте, что вызовет достаточно сильное сопротивление со стороны банков с иностранным капиталом, поскольку выданные ими займы будут почти экспроприированы. Последняя, достаточно жесткая идея была высказана на страницах журнала *The Economist*. Но речь идет о стабилизации национальной экономики, более важной, чем опасение иностранных банков, заработавших до кризиса в странах, подобных Украине, наибольшую часть своей прибыли. Такого же мнения придерживается и известный венгерский экономист Л. Бокрош<sup>13</sup>, высказавший подобную идею во время дискуссии по про-

---

13. Мировой финансовый кризис, его последствия и экономическая политика развивающихся стран. Стенограмма заседания Ученого совета «ГУ Институт экономики и прогнозирования НАН Украины» (26 февраля 2009 года) // Экономика и прогнозирование. 2009. № 1. С. 146–155 (на укр. яз.); *Алексеев А.* Мировой финансовый кризис: взгляд из Венгрии // Зеркало недели. 2009. № 14 (742).

блемам кризиса в Институте экономики и прогнозирования НАН Украины в начале 2009 г. Скорее всего, эта вынужденная мера должна быть реализована, ибо, несмотря на ожидание улучшения ситуации в экономике и начало определенного роста украинского экспорта, удержать стабильность банковской системы в целом трудно. Угроза банкротства остается реальной для таких крупных банков, как «Надра» и «Укрпромбанк». Несмотря на ранее заявленные намерения их рекапитализировать с участием государства, как сообщила газета «Зеркало недели» в № 26 за 2009 г.<sup>14</sup>, шансы на своевременную рекапитализацию этих банков государством стремительно падают. Все это не исключает банкротств банков, особенно, если им не удастся реструктуризировать свои обязательства перед иностранными кредиторами. Таким образом, несмотря на то что в Украине во второй половине 2009 г. начал действовать закон о мерах по финансовому оздоровлению банков, в целом ситуация принципиально не изменилась, поскольку НБУ и Правительство действуют далеко не согласованно в политике оздоровления.

НБУ уже предпринимал попытки хоть как-то сохранить стабильность банковской системы в первом полугодии 2009 г., продавая валюту части банков по заниженному курсу гривны. Как сообщила «Экономическая правда» от 31.07.2009 г.<sup>15</sup>, группе банков было продано 100 млн долл. по заниженному курсу. На разнице курса эти банки заработали до 40 млн грн, а курс продолжал падать, несмотря на последующие интервенции в августе 2009 г.

В конечном итоге необходимо согласиться с опубликованной в газете «Зеркало недели»<sup>16</sup> финансовой статистикой. Она убедительно свидетельствует, что деятельность

- 
14. *Сколотяньий Ю.* Раз-два взяли? На этой неделе фактически стартовала рекапитализация банков // *Зеркало недели.* 2009. № 26 (754).
  15. *Хамлетс В.* НБУ дав групі банків заробити на курсі 40 мільйонів // *Економічна правда.* 2009.31.07. (<http://www.epravda.com.ua/publications/4a72c9a5ae293/>).
  16. *Палий Н.* Прогрессия регресса, или Кто виноват в украинском кризисе // *Зеркало недели.* 2009. № 19 (<http://www.zn.ua/2000/2020/66290/>).

банков, финансовых институтов и фондового рынка такова, что обеспечила Украине первое–второе с конца место в рейтинге по уровню дефективности финансовой среды. В этой же публикации указывается, что украинское общество не готово к глобализации, довольно сдержанно относится к зарубежным идеям, недостаточно гибко и неспособно реагировать на вызовы времени, хотя и осознает в целом необходимость реформ и повышения конкурентоспособности. При этом относительная прогрессивность бизнеса и общества по сравнению с макроэкономической и институциональной запущенностью не дали Украине скатиться на последнее место в тесте на конкурентоспособность, который выполнил институт IMD-Lausanne. Со стороны Правительства вместо активных движений по изменению макроэкономической и институциональной среды активным образом идет поиск ресурсов для латания дыр в бюджете.

Значительную долю проблем и ответственности за состояние банковской системы и ее кризис в Украине несут на себе дочерние банки иностранных материнских банков. Общая генеральная линия интеграционных процессов в Европе, как известно, направлена на объединительные межстрановые процессы, в которых свою роль играют и банковские системы этих стран, также призванные интегрироваться во все большей степени. Исходя из того, что в сферу интеграционных процессов попадут так или иначе и банковские системы таких стран, как Украина, Россия, Беларусь и др., важно использовать их стратегические цели прежде всего в национальных интересах. В ходе разрешения текущих кризисных проблем важно четко определить круг этих проблем и способствовать их решению путем активизации национальной политики в банковской сфере. Как основное направление здесь следует рассматривать неотъемлемое участие дочерних банков с иностранным капиталом в решении текущих задач в банковской и экономической среде. До сих пор, как нам представляется, ситуация выглядела с точностью до наоборот. Украинское государство вместе с Национальным банком Украины помогают решать острые проблемы банков

с иностранным капиталом. Но в условиях кризиса проблемы спасения национальной экономики и ее банковской системы являются первоочередными. Показательно, что для скорейшего выхода из глобального кризиса национальными правительствами, финансовыми органами и банковскими учреждениями 50 стран мира<sup>17</sup> сформирован денежный «навес» в объеме 4 трлн долл. Такое дополнительное вливание наличных денег не только не спасет ситуацию, но и повысит уровень инфляции, о чем мы уже говорили выше. В условиях борьбы с кризисом в 2008–2009 гг. проблемы инфляции отошли на второй план и отложены до лучших времен 2010 г. Поскольку Украина тоже будет жертвой такой протекционистской стратегии иностранных государств, в проводимой антикризисной политике мы должны руководствоваться исключительной защитой собственных национальных интересов. При этом правительству надо исходить из того, что, как показало исследование Т.П. Вахненко, международный опыт не дает однозначного ответа на вопрос о допустимых (оптимальных) размерах дефицита бюджета в период финансового кризиса. В процессе сотрудничества с МВФ одни страны имели сбалансированный или профицитный бюджет (Бразилия, Филиппины), другие страны сводили свои бюджеты с дефицитом 6–13% ВВП (Россия, Турция). Большинство стран удерживали дефицит бюджета в пределах 3–4% ВВП (Уругвай, Корея, Таиланд, Филиппины) или же под давлением МВФ вынуждены были сокращать его до уровня 1,5–2,5% ВВП (Аргентина, Мексика, Индонезия).

В целом на основе проведенного Т.П. Вахненко исследования в области бюджетной политики можно сделать такой вывод: каждая страна должна ориентироваться на реализацию собственных приоритетов социально-экономического развития, которые могут требовать больших или меньших объемов дефицита бюджета. Кроме того, особенности внутренней финансовой и экономической среды, а также взаимоотношения страны с внешним миром по-разному влияют на

---

17. Шенаев В. Мировая экономика в эпоху кризиса // Современная Европа. 2009. № 3. С. 20–31.



состояние финансовой безопасности государства и определяют возможности удержания дефицита бюджета в заданных границах. Более важными в данном контексте являются вопросы целевой направленности дополнительных финансовых ресурсов, которые правительство получает в свое распоряжение, допуская дефицит бюджета.

Государственные инвестиции, которые частично могут финансироваться из заемных источников, имеют безусловное значение для создания, что самое важное, наукоемких отраслей экономики. Ведь риск, обусловленный неопределенностью нововведений и применением новых технологий, объективно снижает интерес частного предпринимателя к финансированию научных исследований. Кроме того, научные исследования, образование, инновационная деятельность предприятий, развитие научно-исследовательской инфраструктуры являются отраслями со значительными внешними эффектами. Концентрируя материальные и финансовые ресурсы на перспективных направлениях, государство будет оказывать содействие прогрессивным технологическим сдвигам в рамках национальной экономики<sup>18</sup>. Именно поэтому в развитых странах государство принимает на себя функции организации и финансирования фундаментальной науки и высокорискованных прикладных исследований, а также научно-исследовательской инфраструктуры.

Другим важным направлением государственных капиталовложений в условиях кризиса является формирование разветвленной и высококачественной физической инфраструктуры, которая создает надлежащие условия для работы бизнеса и обеспечения жизнедеятельности населения. Инвестиции в инфраструктуру снижают расходы на ведение предпринимательской деятельности и становятся движущей силой активизации экономической деятельности в стране. Тем не менее без поддержки государства частный капи-

---

18. Глазьев С. В очередной раз на те же грабли? // Российский экономический журнал. 2000. №5–6. С. 10–41.

тал не заинтересован в развитии отраслей экономической инфраструктуры по причине продолжительных сроков окупаемости вложений, высокой капиталоемкости проектов, непредсказуемости государственного регулирования (цен, технических стандартов, условий допуска к сетям и др.).

Что касается экономической обоснованности направления бюджетных средств на развитие традиционных отраслей промышленности и сельского хозяйства, то теоретически доказано: направлять ограниченные государственные ресурсы в коммерческую деятельность целесообразно было на начальном этапе перехода к рынку ради проведения общественной реструктуризации на частных рынках и привлечения на них достаточного объема частных инвестиций. Вообще же государство не должно замещать частные инвестиции в коммерческую деятельность, которые имеют более высокую степень эффективности<sup>19</sup>. В подтверждение данного тезиса можем привести такой факт: в развитых странах мира правительства все больше сужают рамки своей деятельности в конкурентном секторе экономики и все больше концентрируют собственные ресурсы на поддержке предприятий инфраструктуры<sup>20</sup>.

То есть государственные инвестиции должны сосредотачиваться в отраслях транспортной инфраструктуры: строительства и ремонта автомобильных дорог, мостов и тоннелей, морских, речных и воздушных портов. Государственные средства следует вкладывать и в развитие сетевых отраслей, которые имеют признаки естественных монополий: магистральных трубопроводов, систем водо- и газоснабжения, обеспечения теплом и электроэнергией.

В «Целях развития тысячелетия» определяется, что четко направленная поддержка государства остается ключевым элементом финансирования инфраструктуры в развивающихся

---

19. См. подробно: Як підвищити ефективність суспільних інвестицій в Україні? / Інститут економічних досліджень і політичних консультацій. Консультативна робота. Т 22 (<http://www.ier.kiev.ua>).

20. Клинова М. Глобализация и инфраструктура: новые тенденции во взаимоотношениях государства и бизнеса // Вопросы экономики. 2008. № 8. С. 78–90.

странах и является необходимой для привлечения частного капитала, особенно в такие сектора, как строительство автодорог и водоснабжение<sup>21</sup>.

В перспективе важные инфраструктурные проекты должны финансироваться с привлечением ресурсов специализированных государственных институтов, которые будут гарантировать кредиты, предоставленные соответствующим предприятиям, с применением рыночных методик оценки инвестиционных проектов и действенного сопровождения реализации финансируемых проектов; правительство при этом должно гарантировать обязательства специализированных государственных институтов, сформированные за счет займов на рынке капиталов.

Что касается Национального банка Украины, то ему крайне необходимо реализовать ряд мер, обеспечивающих выполнение условий залога по кредитам рефинансирования коммерческих банков, выданных ранее и осуществляемых сейчас и в будущем, поскольку многие из банков не планируют возвращать взятые ресурсы, а пролонгация кредитов усугубляет ситуацию на будущее. При этом валютный контроль должен быть реализован в полной мере, включая наказание тех, кто средства рекапитализации потратил на конвертацию и вывод валюты за рубеж. Снижение в небольшом размере ставки рефинансирования в 2009 г. должно быть продолжено и доведено до уровня, когда именно ставка рефинансирования будет регулятором денежного предложения, а не приток валюты. Ставки же по кредитам следует увязать со ставкой рефинансирования, с величиной процентной маржи.

Попытки спасти все, как показывает опыт Венесуэлы и Мексики, обречены на неудачу. Поэтому линия на то, чтобы вместо имеющихся 180 банков образовалось 50–60 с хорошей капитализацией, – это оправданная стратегия. В части плохих кредитов политика НБУ на увеличение продолжительности

---

21. Global Development Finance 2004. Wash.: International Bank for Reconstruction and Development, 2004.

отсрочки только отодвигает, а не решает проблемы. Поскольку МВФ не дал очередной транш, и поскольку некоторое оживление в мире подтолкнет экспорт и соответствующие предприятия, Украине нецелесообразно тратить резервы в случае дестабилизации в бюджетной сфере прежде всего на поддержание курса на уровне ниже 8,0 грн. за доллар. В этих условиях важнее поддержать экспорт, заняться реформой в банковской системе и подготовиться к системным реформам, которые необходимо начать уже в 2010г., как раз после выборов Президента. Мы исходим из того, что современный скачок курса – не результат спекулятивных действий, а скорее отражение объективного состояния дел в финансах и экономике Украины.

Поскольку МВФ, кроме стандартных рекомендаций и условий выдачи кредитов, ориентируется еще и на развитие геополитических процессов, Украина может получить дополнительные ресурсы, но это будет не на пользу, а во вред стране. Время кризиса пройдет, а подлежащие возврату кредиты задержат меры по системным изменениям, связанным с обновлением экономики. Это еще больше отдалит Украину от Европейского Союза, выборочно инвестирующего приоритетные отрасли (автомобильная, авиакосмическая промышленность, экономия энергии, освоение возобновляемых ее источников и т.д.), но не поддерживающего металлургию, легкую промышленность и другие. Украина делает, хотя и с разным успехом и разной степенью ошибок, все то, что осуществляли и другие страны. Бюджет, пусть и слабо, поддерживает проблемные банки; НБУ рефинансирует с огромными ошибками коммерческие банки и слабо осуществляет контроль за движением валюты за рубеж; спасает отдельный бизнес, хотя обещает поддержку большинству; принимает меры по ослаблению регуляторных мер, направленных на поддержание малого и среднего бизнеса, финансируя инфраструктурные проекты, в частности связанные с Евро-2012; выполняет обязательства, хотя и не полностью, по платежам населению и рассчитывается за потребленные энергоресурсы при сдерживании тарифов и т.д. Большинство из этих действий не являются в полной мере,

как мы видим, рациональными, а реализуются под давлением политического цикла в экономической политике. Поэтому-то многие решения и нерациональны, поскольку в них прямо или косвенно отражено стремление сохранить голоса избирателей и побороться за них. Все это порождает, с одной стороны, иррациональные ожидания населения, а с другой — имеет место недоверие к действиям власти, поэтому кризис в стране, в отличие от других стран, глубже и системнее.

Кризис требует принятия новых мер. Но без разрешения политического кризиса устойчивого движения в экономике не будет. Тем более что предстоит изменить многое, не успев насладиться потребительскими ценностями, которые привели нас в тупик. Они были получены не заработанным путем, а путем использования части ресурсов прежней системы, которые уже износились, и части внешних источников, финансирование которых иссякло. Поэтому придется, и крайне необходимо, как пишут Д. Фомин и Г. Ханин, государству и идеологии — формулировать новые конструкции, идеалы и смыслы, направленные на создание таких ценностей, как уважение к труду, стремление к честности и справедливости. И это, по нашему мнению, главные задачи модернизации и борьбы с кризисом. Если же события будут развиваться в своих крайних абсолютизированных вариантах, приводящих к системным кризисам, то без глубоких изменений поведения населения никакие реформы частного характера, будь то реформы пенсионной системы, или жилищно-коммунального сектора, или даже задуманная реформа по продаже земли (которая приведет к огромной борьбе, в том числе и иностранного капитала, за осуществление контроля над ней), или развитие финансового сектора (который и так в значительной степени зависит от иностранного капитала), — к долговременным успехам вряд ли приведут, поскольку мы в этом случае исключаем мотивацию поведения населения и бизнеса к честному его ведению и справедливому распределению ВВП. Без этого не повысится норма накопления, а значит, не будет обеспечена безопасность от конъюнктуры мирового рынка.

Только на таком пути удастся, используя внутренние ресурсы накопления, развивать производство, интерес к которому будет проявлять и зарубежный инвестор, мотивированный к конкуренции, а не к получению монопольного контроля над капиталом. В условиях мотивации населения и страны к политике накопления можно и нужно будет достичь эффективного контроля над оттоком капитала, имеющим место в условиях Украины уже долгие годы, в том числе в условиях жизни обескровленной экономики при совершенно неэффективном валютном контроле. Ресурсами накопления и соответствующей денежно-кредитной системой можно и нужно будет обеспечить стабильность и эффективную деятельность фондового рынка, задача построения которого в новых глобальных условиях имеет абсолютно новое по содержанию значение. В этих условиях задача правительства будет важнейшей в части выделения и поддержания приоритетов, среди которых основным станет обеспечение условий участия в новой технологической волне, связанной с пятым и, особенно, шестым технологическими укладами.

Иллюзия того, что мир восстановит и даже увеличит больше прежнего спрос на промышленные товары, так и останется иллюзией. Мы согласны с позицией С. Алексащенко, высказанной в журнале «Вопросы экономики»<sup>22</sup>. В мире стали меньше строить, меньше производить автомобилей и бытовой техники, поэтому мировой экономике теперь в прежних объемах и по прежним ценам не требуется ни газ, ни сталь, ни алюминий. Рынки для металлургов и химиков в ближайшем будущем не восстановятся. А ведь последние виды деятельности для Украины являются основной экспортной составляющей, от которой идут валютные поступления. И какими будут эти рынки при очередном технологическом обновлении – вопрос достаточно спорный. Очевидно, что в перспективе будет необходим металл другого качества, а ведь

---

22. Алексащенко А. Обвальное падение закончилось, кризис продолжается // Вопросы экономики. 2009. № 5. С. 4–20.

и украинская металлургия, и химия остались в основном не модернизированными, а вместо крупнотоннажной химии малотоннажная так и не развита. При этом иностранный капитал направлялся в основном в потребительский сектор вместо модернизации экспортноориентированных и импортозамещающих секторов экономики. Ориентация на ожидаемое резкое увеличение внешнего спроса и рынка экспорта во второй половине 2009 г. и в 2010 г. является ошибочной. Выход из рецессии в мире будет длительным и постепенным, как утверждают многие эксперты, в том числе МВФ. Речь идет о нескольких годах изменений в структуре роста внешнего спроса, к чему надо быть готовым, поскольку новая глобальная система заработает эффективно не так быстро из-за ее принципиальных изменений, а значит, очень постепенно будет расти доверие к ней.

Если кризис растянется и на 2010 г., стране не избежать осложнений более масштабного характера. Особенно если учесть, что система государственного управления из-за политического кризиса и низкой профессиональности трещит по швам, ибо в условиях борьбы за изменения конституции многие функции в органах власти четко не определены, система контроля не налаживается. Но этот предмет анализа выходит за рамки данной работы.





А.А. Гриценко\*

Монетарные  
факторы финансово-  
экономической  
динамики\*\*

Современный кризис является одной из форм социально-экономической динамики. Но он имеет весьма существенные особенности по сравнению с известными до этого кризисами. Это, действительно, первый глобальный кризис, не оставивший ничего вне сферы своего влияния. Он является многоуровневым и всеохватывающим. В нем сошлись многие кризисные явления долгосрочного, среднесрочного и краткосрочного характера; циклические, постоянные и случайные процессы; глубинные и поверхностные тенденции.

В основу анализа финансово-экономической динамики можно положить модель расширяющегося общества по формальной аналогии с моделью расширяющейся Вселенной, возникшей в результате «Большого взрыва» примерно 13,7 млрд лет назад<sup>23</sup>. Возникновение человечества было действительно качественным скачком, большим взрывом, породившим движение социальной материи. Из социального образования, возникшего в локальном пространстве планеты Земля, общество за весьма короткое время расширило сферу своего обитания и преобразовательной деятельности до планетар-

---

\* Гриценко Андрей Андреевич - член-корреспондент НАН Украины, заместитель директора Института экономики и прогнозирования НАН Украины.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке НАН Украины в рамках совместного научно-исследовательского проекта РФФИ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект 14-08/08-02-91205 а/И.

23. Гаджиев К.С. Этюды о тоске человека по вечности // Вопросы философии. 2009. № 3. С. 3.

ных масштабов, в результате чего все социально-экономические процессы приобрели глобальный характер.

Сфера жизненного пространства человечества постоянно расширяется и дифференцируется. Первоначально она была представлена деятельностью человека, которая носила целостно-синкретичный характер. В ней экономическая, социальная и культурная составляющие не были дифференцированы друг от друга. Сердцевиной деятельности человека были добыча пропитания и производство необходимых для жизни продуктов. Т.е. экономическая по своему существу деятельность, в процессе которой и в единстве с ней формировались социальная и культурологическая составляющие. По мере развития производительных сил общества происходит обособление социальной и культурной сфер и вместе с тем — их взаимопроникновение уже в качестве самостоятельных составляющих. В результате жизненное пространство современного общества можно представить в виде трех расширяющихся сфер (рис. 1).

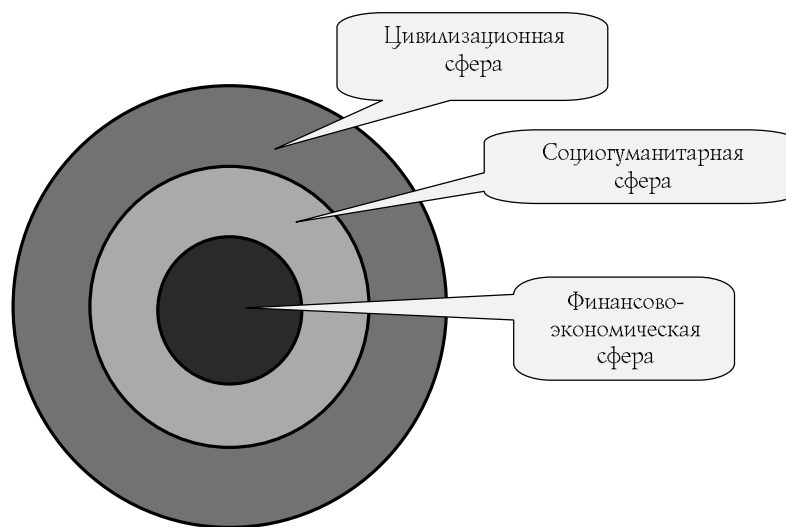


Рисунок 1. Сферы жизнедеятельности общества

Ядро образует финансово-экономическая сфера. Ее опоясывает социогуманитарная сфера, которая, с одной стороны, имеет свое особое пространство, с другой — включает в себя и финансово-экономическое ядро. Наконец, цивилизационная сфера, включающая в себя две предыдущие сферы как составляющие целостной материальной и духовной культуры общества. Цивилизационная сфера устанавливает границы человеческого общества и окружающей его природы. Она постоянно расширяется и обогащается, превращая природное пространство в социальное и вместе с тем создавая риски разрушения своего естественного основания.

В соответствии с таким подходом на основе обобщения разнообразных кризисных проявлений *в структуре кризиса можно выделить три наиболее крупные составляющие: цивилизационную, социогуманитарную и финансово-экономическую.*

*Цивилизационный кризис* проявляется в кризисе самого цивилизационного устройства мира, в основе которого лежат экономические подходы, экономический человек с его рациональным поведением. Развитие общества, с одной стороны, упирается в естественные пределы экономического роста, с другой — само ставит пределы, не решая, а обостряя в мировом масштабе проблемы сохранения человеческой цивилизации. «Нынешний ... мировой кризис, — отмечает Ю.М. Осипов, — как раз из числа не просто экономических кризисов, а именно, кризисов самой по себе экономики, мало того, из числа кризисов, восходящих к общему кризису экономизма, т.е. кризис уже эпохи *общего кризиса экономической цивилизации*, тот самый кризис, который, с одной стороны, порождается общим кризисом экономической цивилизации, а с другой — с помощью которого экономическая цивилизация пытается свой общий кризис преодолеть»<sup>24</sup>.

---

24. Осипов Ю.М. Мировой кризис в поле зрения философии хозяйства // Философия хозяйства. 2008. № 6. С. 12.

*Социогуманитарный кризис* заключается в том, что по мере экономического развития в мировом масштабе углубляются социальные противоречия, растет дифференциация общества, все более полное развитие одних членов общества сочетается с деградацией других, возрастают риски фрагментации и разложения общества. Средний доход в США превышает средний доход в Африке в 20 раз. Соотношение ВВП на душу населения в самой богатой и самой бедной странах составляет 120:1. А средний доход самого богатого одного процента граждан США превышает средний доход самого бедного одного процента населения Конго в 5000 раз. А еще пять веков назад эти различия практически не были заметны<sup>25</sup>.

Наконец, *финансово-экономический кризис* составляет сердцевину современного глобального кризиса, охватывает все основные составляющие экономики и включает целую систему локальных кризисов (ипотечный, банковский, долговой, производственный, строительный, кризисы в отдельных странах, регионах и т.д.). Вместе с тем в его структуре можно выделить две наиболее важные составляющие, которые существенным образом определяют его современные особенности: финансовую и экономическую. Кризис начался в США как ипотечный, охватил банковскую систему и затем распространился по всему миру, проникнув в производственную сферу, приобретая в каждой стране особые характеристики и формы протекания в зависимости от местной специфики.

В мире были финансовые кризисы, которые не влияли существенным образом на развитие реального сектора (табл. 1). За последние 30 лет только половина из финансовых потрясений «спровоцировала в дальнейшем экономический спад (рецессию) или повлекла за собой замедление темпов экономического роста и падения реального ВВП на протяжении не менее двух кварталов»<sup>26</sup>.

---

25. См.: Колодко Г. Мир в движении. М: Магистр, 2009. С. 191.

26. Васильев В.С., Роговский Е.А. Мировой финансовый кризис. Фаза 2 [Рецессия] // США – Канада: экономика, политика, культура. 2009. № 3. С. 24.

По оценкам МВФ, за последние 30 лет в 17 ведущих странах мира произошло 113 финансовых кризисов: в 1980-е гг. – 37, в 1990-е гг. – 42, в 2000-е гг. (включая нынешний кризис) – 34. Из них фондовые кризисы составили 45%, банковские – 38, и валютные – 17%. При этом средняя продолжительность банковских кризисов была больше остальных видов кризисов (2,6 и 2,4 квартала соответственно)<sup>27</sup>.

Таблица 1 Взаимосвязь финансовых кризисов и экономических спадов на протяжении последних 30 лет

Финансовый кризис	Количество	Средняя продолжительность (в кварталах):		Сокращение объема реального ВВП, %		Среднее время между началом финансового кризиса и экономическим спадом
		Финансовый кризис	Экономический спад	Кумулятивное	Среднее	
Всего	113	2,4				
Последовавшее замедление темпов роста	29	2,7	7,6	-7,6	-0,7	2,4
<i>в том числе вызванное банковским кризисом</i>	18	3,2	8,4	-9,3	-0,8	1,8
Последовавшая рецессия	29	3,0	6,8	-13,8	-1,2	2,3
<i>в том числе вызванная банковским кризисом</i>	17	4,0	7,6	-19,8	-1,5	2
Прочие финансовые кризисы	55	2,0				

Источник: World Economic Outlook. October 2008. Wash.: IMF, 2008. P. 137

27. См.: World Economic Outlook. Financial Stress, Downturns, and Recoveries, October 2008. Wash.: IMF, 2008. P. 134. (Цит. по Васильев В.С., Роговский Е.А. Мировой финансовый кризис. Фаза 2 [Рецессия] // США-Канада: экономика, политика, культура. 2009. № 3. С. 24).

Современный кризис включает финансовую и экономическую составляющие как относительно самостоятельные, но тесно взаимосвязанные и существенно влияющие друг на друга. Финансовый кризис в США начался в августе 2007 г. и некоторое время развивался в финансовой сфере. Падение ВВП в этой и других развитых странах (кроме Японии, где этот процесс начался раньше) произошло только в IV квартале 2008 г. Но начавшееся сокращение производства, естественно, оказало мощное влияние на финансовую сферу, обострив ее проблемы. Современная ситуация характеризуется синергетическим взаимодействием финансового кризиса и кризиса реальной экономики, усиливающим каждую составляющую<sup>28</sup>. Стабилизация возможна только на более низком уровне взаимодействия производства и финансов, на котором они достигнут взаимного соответствия.

С учетом изложенного современный кризис точнее называть не просто финансовым<sup>29</sup> или экономическим<sup>30</sup>, а финансово-экономическим. Такое название более адекватно отражает структуру и содержание кризиса, хотя оно не отрицает более сложной природы кризиса, которая восходит к цивилизационным основаниям<sup>31</sup> или понимается как кризис экономики вообще, всей экономической цивилизации<sup>32</sup>.

- 
28. М. Фельдштейн, один из ведущих американских экономистов, на слушаниях в Конгрессе США сказал: «Финансовый кризис и экономический спад взаимно обуславливают друг друга» // Цит. по Васильев В.С., Роговский Е.А. Мировой финансовый кризис. Фаза 2 [Рецессия] // США-Канада: экономика, политика, культура. 2009. № 3. С. 24.
29. См., например, Вайн С. Глобальный финансовый кризис: Механизмы развития и стратегии выживания / Саймон Вайн. М: Альпина Бизнес Букс, 2009; Сухарев О. Мировой финансовый кризис и способность экономики к развитию // Экономист. 2008. № 12; Кашин В.А. Мировой финансовый кризис: причины и последствия // Финансы. 2009. № 1; Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. 2009. № 1 и др.
30. Бузгалин А., Колганов А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ // Вопросы экономики. 2009. № 1; Пороховский А.А. Экономический кризис как рубеж современного мирового и национального развития // Экономическая теория. 2009. № 1 и др.
31. Пахомов Ю., Пахомов С. Мировой финансовый кризис: цивилизационные истоки // Экономист. 2009. № 2.
32. Осипов Ю.М. Мировой кризис в поле зрения философии хозяйства // Философия хозяйства. 2008. № 6.

Для понимания кризиса необходимо выяснить его глубинные причины, без чего можно бороться только с различными проявлениями или последствиями кризиса, но не с ним самим как явлением. По вопросу о причинах мирового кризиса существует самый широкий спектр мнений, начиная от указаний на ошибки должностных лиц Федеральной резервной системы США и заканчивая обоснованием глубинных объективных внутренних причин, присущих современной экономической системе. Конечно, существует целая сеть цепочек причин и следствий, их взаимодействий, что предельно усложняет исследование. Именно поэтому чаще всего анализ сосредотачивается на протекании кризисных явлений и поиске путей их смягчения или устранения. Это очень важная часть работы, но она не должна заслонять выяснение первопричин и возможностей воздействия на них.

Основная причина кризисов всегда заключена в противоречии, которое выражает соотношение двух существенных сторон явления. Она, с одной стороны, постигается на основе обобщения большого фактического материала, с другой – выражает качественную определенность процесса, независимо от количественных характеристик. *Основным противоречием современной финансово-экономической системы является противоречие между производством реальной стоимости и движением ее денежных и финансовых форм* (рис. 2).

Непосредственно это противоречие проявляется как несоответствие развития реального и финансового секторов экономики, что выражается в чрезмерном увеличении объема обращающихся ценных бумаг и их производных (деривативов), в мультипликации фиктивного капитала, в резком сокращении стоимости ценных бумаг во время кризисов, несопоставимым с падением производства в реальном секторе и т.д.

Основное противоречие реализуется через целую систему финансово-экономических противоречий, главными среди которых являются *противоречие между стоимос-*



тью и деньгами, между спросом и предложением, между доходами и финансовыми обязательствами (долгами). Противоречие между стоимостью и деньгами разрешается в процессе *монетизации* экономики, в результате чего стоимость, представленная в товарах и услугах, может реализоваться в процессе обмена. Противоречие между спросом и предложением разрешается путем *капитализации* экономики. Т.е. путем превращения стоимости, воплощенной в разнообразных ресурсах, в источник получения прибавочной стоимости, заключенной в произведенных благах, и насыщения таким образом спроса, с одной стороны, и балансированием спроса на финансовые активы путем выпуска ценных бумаг на основе финансовой капитализации дохода, с другой стороны. Противоречие между доходами и финансовыми обязательствами (долгами) разрешается посредством *секьюритизации*, позволяющей превратить срочную задолженность в текущий доход.

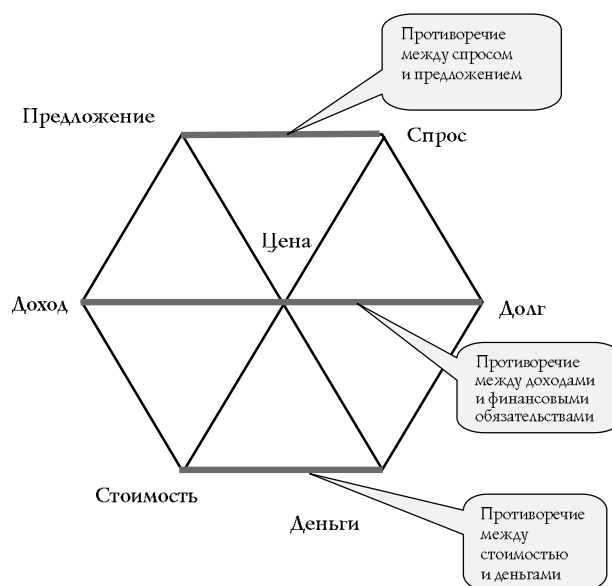


Рисунок 2. Взаимосвязь базовых категорий и противоречий

Три процесса: капитализации, монетизации и секьюритизации — находятся в рефлексивном взаимодействии, порождают обращение отрицательной (долг) и фиктивной (стоимость актива, превышающая реальную стоимость как пространственную локализацию общественно необходимого времени) стоимости и виртуализацию экономики.

Исходные основания рефлексивности заложены в феномене цены и теоретически отражены в рефлексивной теории цены, базирующейся на социально-временной теории стоимости и представительской теории денег<sup>33</sup> (рис. 3).

Рефлексивность<sup>34</sup> играет существенную роль в механизмах развертывания кризисов, создавая механизм взаимной мультипликации капитализации, монетизации и секьюритизации, что приводит к виртуализации и возрастанию энтропии экономики.

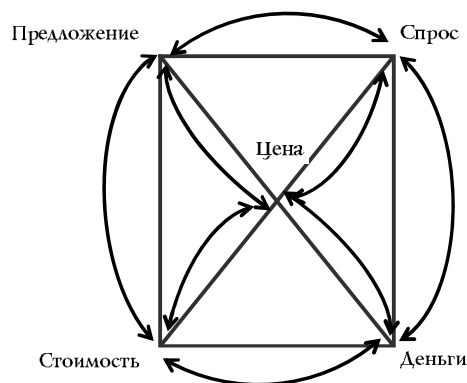


Рисунок 3. Рефлексивность стоимости, денег и цены; цены, спроса и предложения

33. См: Гриценко А. Концептуальные основы перехода к новой парадигме монетарной политики // Экономика Украины. 2009. № 2. С. 35–36.

34. Понятию рефлексивности в несколько иной трактовке уделяет большое внимание Дж. Сорос в анализе функционирования финансовых рынков (см: Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков. М: Манн, Иванов и Фербер, 2008). В. Юсим, опираясь на концепцию рефлексивности Дж. Сороса, приходит к выводу о том, что «первопричина всех кризисов связана с важнейшим феноменом, присущим любой развитой рыночной экономике, — так называемыми рефлексивными процессами» (Юсим В. Первопричина мировых кризисов // Вопросы философии. 2009. № 1. С. 29).

*Рефлексивное взаимодействие капитализации, монетизации и секьюритизации является сердцевинной накопления диспропорций и виртуализации стоимости.*

Динамичное развитие экономики и возрастание прибылей влечет за собой увеличение капитализации, которая неизбежно включает в себя фиктивную стоимость<sup>35</sup>. Суть капитализации состоит в превращении разных ресурсов в капитал, то есть в стоимость, способную давать приращение стоимости. Поскольку стоимость может быть воплощена в разнообразных материальных и духовных, предметных и социальных формах, то и капиталом может стать все, что имеет стоимость, входит в рыночное обращение и используется для приумножения стоимости. Таким образом, капитализация является сложным многоуровневым процессом, который охватывает всю экономику и модифицируется в зависимости от того, на каком уровне, в какой сфере и с помощью каких механизмов она происходит. В связи с этим можно различать реальную, финансовую, фиктивную, номинальную, рыночную, прямую и обратную капитализацию, абсолютную и относительную, капитализацию доходов, разных отраслей, сфер экономики, рынков и т.п. (например капитализацию промышленности, банковской сферы, фондового рынка). Для оценки масштабов включения разных ресурсов в процесс капитализации целесообразно использовать по аналогии с денежными агрегатами понятие *капитальных агрегатов* (K0, K1, K2, K3), различающихся по составу с точки зрения свойств капиталности их составляющих (вещественный, человеческий, естественный, финансовый капитал и т. д.)<sup>36</sup>.

Увеличение капитализации создает дополнительный спрос на деньги для обслуживания возрастающего оборота стоимости, что приводит к росту монетизации экономики, которая, в свою очередь, создает дополнительные возможнос-

---

35. См.: Гриценко А. Концептуальные основы перехода к новой парадигме монетарной политики // Экономика Украины. 2009. № 2. С. 36.

36. Капіталізація економіки України / За ред. акад. НАН України В.М. Гейця, д-ра екон. наук А.А. Гриценка. К.: Ін-т екон. та прогноз., 2007. С. 9–11.

ти капитализации. Возникающие в процессе хозяйственного оборота отрицательная стоимость (долги) и основанная на ней секьюритизация органически вплетаются в процесс капитализации и служат дополнительным фактором монетизации. На этой основе возникают финансовые пузыри (рис. 4).

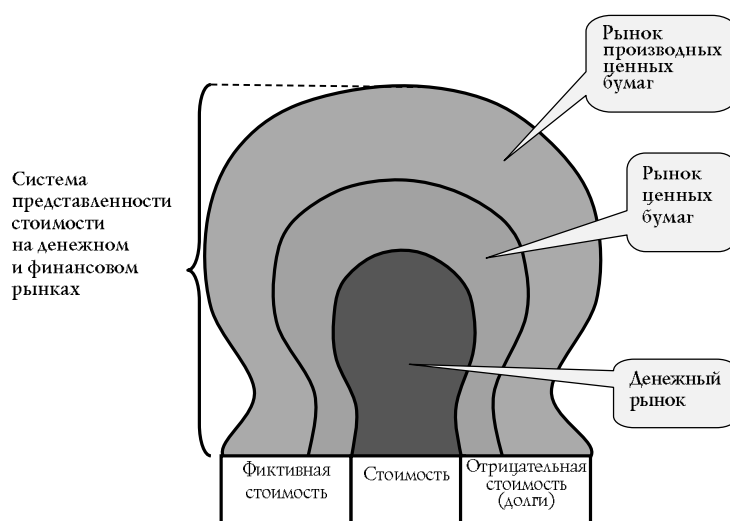


Рисунок 4. Образование пузырей

Этому способствует существующий *механизм накопления «лишних» денег в мировой экономике*. Современная система денежного обращения, эмиссии денег и накопления устроена таким образом, что излишний выпуск денег в экономику не приводит сразу к соответствующему росту потребительских цен. В развитых странах дополнительные доходы населения в силу удовлетворенности базовых потребностей не выплескиваются сразу на потребительский рынок. Существуют резервуары, которые первыми поглощают этот «излишек». Это финансовый рынок, цены на недвижимость, монопольные товары. «Излишек» денег в экономике первоначально приводит не к росту потребительских цен, а к увеличению капитализации, цен на недвижимость, кредитования

(под более дорогую недвижимость и более дорогие ценные бумаги получают большие кредиты и т.д.). Наполнение этих резервуаров отодвигает во времени обнаружение диспропорций и приводит к их накоплению. Неизбежным следствием этого является достижение точки, в которой начинается кризис, и затем происходят сдвиги, приводящие структуру цен в соответствие с реальными стоимостными пропорциями. Современный эмиссионный механизм мировых денег, в качестве которых выступает прежде всего доллар США, не способен поддерживать стабильность в долгосрочном периоде, так как он привязан не к реальному росту экономики, а к спросу на деньги, представленному не только реальным, но и фиктивным капиталом.

*Поскольку капитализация воплощается в движении различных капитальных агрегатов и локализуется в разнообразных средствах производства, факторах, технологиях, финансовых активах и инновациях, имеющих свой собственный ритм и жизненный цикл, постольку все это влияет на временные характеристики экономического цикла, его частоту, продолжительность, особенности протекания в зависимости от определяющих элементов противоречивого движения стоимости и накопления диспропорций.* Материальной основой периодичности кризисов в индустриальной экономике является смена основного капитала. Но современная экономика в значительной степени является постиндустриальной. В ней трансформированы само понятие основного капитала, его элементы, способы влияния на стоимость произведенного продукта и т.д. Существенно возросло значение стоимости нематериальных активов. К. Маркс писал: «Сбережение рабочего времени равносильно увеличению свободного времени, т.е. времени для того полного развития индивида, которое само, в свою очередь, как величайшая производительная сила обратно воздействует на производительную силу труда. С точки зрения непосредственного процесса производства сбережение рабочего времени можно рассматривать как

производство *основного капитала*, причем этим основным капиталом является сам человек»<sup>37</sup>. В постиндустриальной экономике, в экономике, основанной на знаниях, на прева-лировании человеческого капитала, человек действительно становится главенствующим элементом основного капитала. Но в этой роли он должен быть рассмотрен вместе со своим неорганическим телом в виде орудий, средств труда, умножающих его собственные человеческие способности. Динамизм экономического развития; быстрая смена потребностей, продуктов и услуг, их удовлетворяющих; необходимость в связи с этим менять технику до того, как она устареет физически; приоритет инноваций, главным носителем которых является человек, — все это и многое другое делает материальную основу кризиса изменчивой как по составу входящих в нее элементов, так и по их жизненному циклу. А это, в свою очередь, обуславливает существенную и все более возрастающую неопределенность в периодичности кризисов.

Относительная самостоятельность финансовой и экономической составляющих финансово-экономической системы, с одной стороны, и их тесная связь и взаимодействие, с другой — определяют их синхронно-асинхронную динамику. Экономический цикл отчасти синхронизируется с финансовым, а отчасти такая тесная связь отсутствует. Но фактом является существенно более быстрый рост финансовых активов по сравнению с реальной экономикой. Так, в 1980 г. мировые финансовые активы, включающие государственные долговые обязательства, негосударственные долговые обязательства, банковские вклады и акции, превышали мировой ВВП в 1,2 раза (12 трлн долл. и 10 трлн долл. соответственно). В 2007 г. первые составили 195, а второй — 55 трлн долл., т.е. мировые финансовые активы превысили ВВП в 3,5 раза<sup>38</sup>.

37. Маркс К., Энгельс Ф. Соч., 2-е изд. Т. 46, ч. II. М.: Изд-во политической литературы, 1969. С. 221.

38. См.: [www.hbr-russia.ru](http://www.hbr-russia.ru). Октябрь 2008. Harvard Business Review — Россия (Цит. по Бузгалин А.В., Колганов А.И. Кризис-2008: виртуальный фиктивный капитал и альтернативы его бесконтрольному развитию // Философия хозяйства. 2008. № 6. С. 19–20).

А объем всех финансовых бумаг превышает ВВП более чем в 10 раз<sup>39</sup>. Эта диспропорция накапливается в течение ряда циклов и затем проявляется в более глубоком и глобальном характере финансово-экономического кризиса (рис. 5).

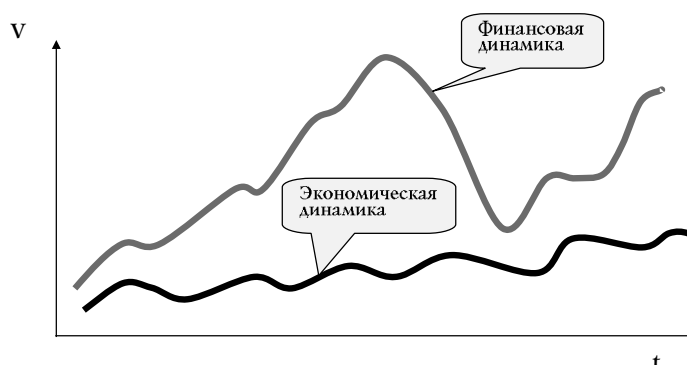


Рисунок 5. Соотношение финансовой и экономической составляющих в финансово-экономической динамике

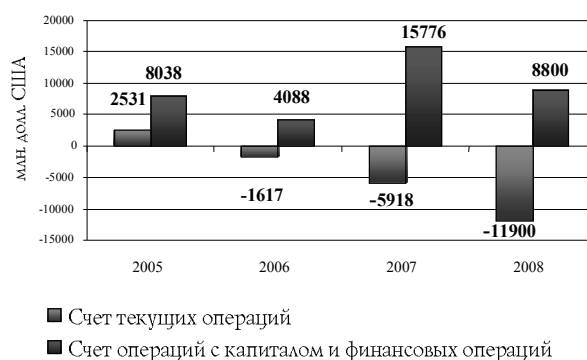
Основная причина финансово-экономических кризисов — противоречие между производством реальной стоимости и движением ее денежных и финансовых форм — проявляется прежде всего как противоречия между спросом и предложением в реальной экономике и между доходами и финансовыми обязательствами в финансовой сфере. Именно эти противоречия являются пусковым механизмом кризисов, через них разворачивается целая система противоречий как внутри движения реальной стоимости, так и между ней и формами ее представления в финансовой сфере. Внутри стоимости, например, существенное значение имеет противоречие между глобальным характером формирования стоимости и ее локализацией в экономическом пространстве отдельных стран, иначе говоря, между мировой стоимостью и стоимостью продукта в отдельной стране, что может

---

39. См.: Азеев. А.И. Кризис — его время, пространство, действующие лица и риски // Философия хозяйства. 2008. № 6. С. 28.

порождать как товарные и денежные потоки, так и потоки капиталов. Различия в условиях функционирования капиталов в разных странах (например, большая прибыльность банковского капитала) стали одним из важных факторов образования иностранных долгов банковского сектора и валютных кризисов.

Мировой кризис в каждой стране проявляется по-особенному, что определяется глубиной и способом включенности национальной экономики в глобальную. В США, например, несущей конструкцией диспропорций является ипотечно-банковский кризис, а в Украине – кризис платежного баланса (рис. 6). Это должно учитываться в выработке антикризисных мероприятий.



Источник: составлено по данным [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Рисунок 6. Украина: показатели платежного баланса

Происходящие изменения в мировых цивилизационных основаниях, экономике и финансах, механизмах зарождения и развертывания кризисов, их материальной основе, факторах, определяющих параметры цикличности, и т.д. модифицируют финансово-экономическую динамику в целом и ее составляющие. Одни кризисные явления будут развиваться, и из них общество не выйдет в пределах обозримого будущего, другие достаточно быстро исчезнут, а некоторые будут иметь



затяжной характер. В целом характер цикличности существенно изменится. Цикличность останется в том смысле, что периодически, раз в несколько десятилетий, будут происходить глобальные кризисы, между которыми будет целая цепь разнообразных локальных (отраслевых, технологических, региональных, финансовых, страновых и пр.) кризисов. Кризис станет дискретно-непрерывным, т.е. разные кризисы будут постоянно возникать и исчезать в различных локальных пространствах мирового хозяйства. В этом смысле цикличность исчезнет. Но периодически будет возникать ситуация распространения кризиса за рамки локальных пространств, соединения цепочки локальных кризисов и формирования глобального кризиса. Периодичность таких глобальных кризисов не будет определенной. Она будет зависеть от параметрически непрогнозируемых факторов. Можно сказать, что такие кризисы неизбежно будут, но нельзя сказать, где и когда они возникнут.

Реакцией на такую ситуацию станет система мер по усилению регулирования экономических процессов, в том числе процессов капитализации, и приданию регулированию более глобального характера; образование нескольких эмиссионных центров региональных валют (например зон иены, динара, рубля и т.д.), которые возьмут на себя часть функций, выполняемых сейчас долларом США в качестве мировых денег, что сделает эмиссию более контролируемой; дальнейшая институционализация экономики в виде выработки системы правил и ограничений (бюджетных, монетарных, инвестиционных и др.), позволяющих субъектам принимать сбалансированные решения в условиях возрастания параметрической неопределенности и рисков. Учитывая вышеизложенное, можно сказать, что на финансово-экономическую динамику оказывает действие целая система разнообразных факторов. Основными среди них являются эмиссия, монетизация, капитализация, секьюритизация, рефлексивность и виртуализация экономики.



В.К. Бурлачков\*

Особенности современных  
экономических процессов  
и денежно-кредитная  
политика\*\*

Обязательным условием проведения эффективной денежно-кредитной политики является учет особенностей современных экономических процессов и направлений их эволюции. Специфика процессов, протекающих в хозяйственной системе, особенно отчетливо проявляется в условиях глобального экономического кризиса. Этот кризис был предопределен: переходом мировой экономики на рубеже XX и XXI вв. на понижательную фазу длинной волны мировой конъюнктуры, демонтажем в 90-е годы в развитых странах системы государственного регулирования экономики, формированием в ведущих странах специфического типа экономических отношений, который можно определить как модель долговой и одновременно игровой экономики.

Современный мировой кризис прежде всего является следствием циклического замедления технологического развития ведущих стран. Он означает окончание повышательной фазы долгосрочной кондратьевской волны 90-х гг. XX в. Ее основу составляли емкие рынки компьютеров, программных продуктов, сотовых телефонов. На рубеже XX и XXI вв. рост этих рынков в ведущих странах резко замедлился.

---

\* Бурлачков Владимир Константинович — д.э.н., проф., главный научный сотрудник Центра финансово-банковских исследований Института экономики РАН.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках совместного научно-исследовательского проекта РФФИ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 08-02-91205 а/У.

Начало понижательной фазы долгосрочной волны конъюнктуры было воспринято монетарными властями ведущих стран как проявление среднесрочного экономического спада. В этих условиях были применены традиционные меры экономического стимулирования хозяйственной системы – снижение процентных ставок. При отсутствии технологических заделов это вызвало резкое усиление спекулятивной активности в экономике.

В кризисной ситуации проявилась неэффективность сложившейся в развитых странах системы регулирования финансового рынка. Например, отмена в США ограничений на операции коммерческих банков с ценными бумагами привела к секьюритизации активов. Это означает, что облигации банков эмитируются под обеспечение ранее выданных кредитов. Но облигация может быть заложена в другой банк под обеспечение кредита. В этом случае складывается парадоксальная ситуация, при которой обеспечением нового кредита становятся ранее выданные кредиты. Очевидно, что формируется «кредитная» пирамида. При появлении неплательщиков она неизбежно рушится.

В экономике развитых стран в предкризисный период финансовые процессы приобрели самостоятельное значение. Клеточкой экономических отношений стала финансовая услуга. Производство и реализация товаров обеспечивали охват обширной сферы извлечения прибыли из оборота капитала. Массовые кредитные операции с участием большинства домашних хозяйств развитых стран значительно расширяют эту сферу.

Из-за размаха финансовых операций в экономике складываются мягкие кредитные ограничения. Значительная часть товаров и услуг реализуется в обмен на будущие доходы потребителей. Дополнительной статьёй их расходов становится выплата процентных платежей. В результате снижаются спросовые ограничения. Причиной такой ситуации является значительная трансформация во второй половине XX в. экономических процессов и формирование в развитых стра-

нах долговой экономики. В экономике такого типа финансовые процессы перераспределяют будущую стоимость и воздействуют на основные параметры воспроизводственного процесса на перспективу. Рост потребления в кредит стал условием воспроизводства общественного капитала.

В период, предшествовавший глобальному кризису, в США, Великобритании, Австралии, Новой Зеландии, Греции, Финляндии совокупное потребление домашних хозяйств превысило их совокупные располагаемые доходы, т. е. величина сбережений стала отрицательной<sup>40</sup>.

Совокупная задолженность домашних хозяйств США составляла от ВВП: в 1929 г. – 100%; в 50-е годы XX в. – около 45%; в 2007 г. – 130%<sup>41</sup>.

Любопытна динамика этого показателя. Особенно сильно он возрос после 2000 г., когда ФРС США резко снизила процентную ставку и перешла к экспансионистской монетарной политике.

Парадоксом долговой экономики является определение макроэкономического равновесия с учетом будущего производства и потребления. Перманентные финансовые инновации – неизбежное следствие долговой экономики. Ее двумя полюсами являются задолженность домашних хозяйств и масштабный рынок деривативов.

В долговой экономике формируются два устойчивых типа экономических агентов – кредиторы и заемщики. Для обеспечения высокого совокупного спроса производители постоянно совершенствуют и расширяют продуктовые ряды. В долговой экономике состояние сбалансированности зависит от соотношения темпов роста ВВП и совокупной задолженности хозяйствующих субъектов, включая домашние хозяйства. Такое соотношение определяется динамикой процентных ставок. Если необходимое соответствие между

---

40. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

41. [www.npr.org/blogs/money/2009/02/household\\_debt\\_vs\\_gdp.html](http://www.npr.org/blogs/money/2009/02/household_debt_vs_gdp.html). [www.creditwritedowns.com/2008/07/chart\\_of\\_day\\_household](http://www.creditwritedowns.com/2008/07/chart_of_day_household).

темпами роста ВВП и задолженности не складывается, то точка равновесия оказывается неопределенной. В этом случае может происходить «революционный» переход к сбалансированности за счет схлопывания обязательств хозяйствующих субъектов.

Особенностью современной экономики является ее игровой характер: распространение спекулятивных операций, искажающих формирование фундаментальной стоимости товаров и финансовых инструментов. Спекулятивная игра не только раскачивает рынки и создает неопределенность для долгосрочных инвесторов. При масштабной биржевой игре формируется разрыв между фундаментальной стоимостью корпораций и их капитализацией. Это означает, что рыночный механизм не позволяет определять долгосрочные направления развития бизнеса.

Глобальный кризис predetermined необходимость пересмотра важнейших положений: теории макроэкономического равновесия, концепции эффективности рынков, концепции риск-менеджмента.

Изучение причин и факторов глобального кризиса дает возможность уточнить понимание рыночного равновесия. В сложившейся макроэкономической теории равновесие рассматривается как сбалансированное соотношение элементов экономической системы. Так, условием сбалансированности считается взаимообусловленность товарного и денежного рынков или равновесие рынков факторов производства. В последнем случае предполагается, что спрос на труд со стороны компаний должен уравниваться предложением труда со стороны наемных работников, а предложение компаниями производимых ими товаров должно совпадать со спросом наемных работников на эти товары. Нам представляется более точной трактовка макроэкономического равновесия не как взаимообусловленности секторов и рынков, а как сбалансированности экономических процессов.

В условиях глобального кризиса проявляется важная особенность рыночных процессов — их нелинейность, отсут-

твие законов подобия во временных рядах экономических переменных. В частности, исследования финансового рынка показали, что статистическое распределение доходности финансовых активов является не гауссовским (нормальным), а распределением Парето-Леви. Его колоколообразный график приподнят над горизонтальной осью. Такое распределение имеет бесконечную дисперсию. Это означает высокую вероятность значительных и непредсказуемых колебаний рыночных переменных. Соответственно неравновесие является результатом различной динамики конкретных элементов хозяйственной системы. Равновесным следует считать состояние экономической системы, при котором достигается определенное соотношение ее элементов, противодействующее возникновению турбулентности. В таком понимании проявлением неравновесия является, например, разнонаправленная динамика стоимости денег во внутренней и внешней экономике, т.е. сочетание инфляции с ростом валютного курса. В подобных условиях повышается процентная ставка, и корпорациям становится выгодно заимствовать за рубежом. Это проявление неравновесия деформирует процесс трансформации доходов в сбережения, а последних — в инвестиции. Негативные последствия также имеет ситуация, когда национальная валюта сохраняет стоимость во внутренней экономике, но одновременно резко обесценивается к другим валютам.

Тот факт, что статистическое распределение доходности финансовых активов является распределением Парето-Леви с бесконечной дисперсией, означает наличие существенных трудностей для использования дисперсии в качестве измерителя финансового риска.

Анализ проявлений глобального кризиса позволяет уточнить понятие эффективности рынков и рационального поведения хозяйствующих субъектов. В сложившейся трактовке эффективными считаются рынки, обеспечивающие учет в ценах всей поступающей информации. При отмеченном подходе не учитывается, что усложнение информационных



процессов постоянно создает новые риски. Соответственно, финансовые рынки функционируют в условиях перманентной угрозы возникновения и реализации новых рисков. В частности, к появлению нового риска привела секьюритизация и банковские залоговые операции со структурированными финансовыми инструментами. Подобные риски формируются в результате развития рынков и деятельности хозяйствующих субъектов. Они имеют вероятностную природу и в принципе определены на основе анализа рыночных тенденций. Эти риски являются новыми, и статистическая база по ним отсутствует. Соответственно, оценка таких рисков может быть качественной, но не количественной.

Экономические агенты обычно учитывают в своей деятельности только те риски, с которыми они сталкивались ранее. Поэтому они не проявляют рациональности в отношении новых рисков, возникающих в ходе их деятельности. Например, не был правильно оценен риск системного кризиса в результате широкого использования производных финансовых инструментов. При применении таких инструментов риски не уничтожаются, а перемещаются между участниками рынка по траектории бумеранга.

В ходе кризиса остро проявилась нерешенность проблемы математического моделирования экономических процессов. Как отметил один из руководителей ФРС США Ф. Мишкин: «Формальных моделей монетарной политики, описывающих ответы на финансовую нестабильность, к сожалению, пока нет»<sup>42</sup>.

Проблемы экономико-математического моделирования связаны с использованием данных *ex post* как основы прогнозных данных *ex ante*, невозможностью учета неожиданно проявляющихся новых факторов, отсутствием законов подобия и фрактальных структур в рядах макроэкономических переменных, нелинейностью экономических процессов.

---

42. *Mishkin F.* Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruption // <http://federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080111a.htm>.

Современный кризис — это кризис понимания экономических процессов. В предкризисный период считалось, что финансовая, в том числе денежно-кредитная политика, может основываться на правилах. Но в последние годы исследования показали, что в рядах макроэкономических переменных не наблюдаются законы подобия. Это связано с интенсивностью и изменчивостью информационных процессов.

Глобальный кризис заставляет переосмыслить само понятие экономических процессов. Эти процессы делятся на рыночные и нерыночные. К последним, в частности, относятся финансирование фундаментальной науки и образования, создание инфраструктуры. Рыночные процессы характеризуются интенсивностью, нелинейностью, неустойчивостью. По своей природе они являются информационными. Рыночные процессы способны включать энергетический потенциал рынков. Но как это происходит, наука сейчас не знает. Современная фундаментальная наука не содержит достаточных знаний об энергии, информации и их взаимодействиях. В экономических процессах отсутствуют устойчивые элементы. Но в короткие периоды в рядах экономических переменных возникают относительно стабильные элементы, порождающие тенденции их динамики.

Не будет большим преувеличением сказать, что кризис плановой экономики в СССР в конце 90-х годов прошлого века и кризис капитализма в 2008–2009 гг. имеют одну и ту же причину — неопределенность экономической среды. Плановая экономика стремилась преодолеть экономическую неопределенность за счет планирования, но сталкивалась с низкой прогнозируемостью направлений и темпов научно-технического прогресса. Капиталистическая экономика основывается на обеспечении свободного проявления рыночных сил. Но она сталкивается с появлением новых рисков, неэффективностью рынков, низкой прогнозируемостью долгосрочных волн экономической конъюнктуры и, соответственно, темпов технологического развития.

По нашему мнению, экономические законы носят вероятностный характер, а экономическая система является сферой «блуждающих» количественных закономерностей.

В последние годы в экономической науке сложилось несколько догм, затрудняющих ее дальнейшее развитие. К ним, на наш взгляд, относятся следующие догмы: об эффективности рыночных отношений, о неэффективности общественного сектора, о приоритетном значении привлечения иностранных инвестиций, о преимуществах экономики с высоким уровнем кредитования (долговой экономики), об исключительно положительных последствиях для экономики роста фондовых индексов.

Тезис об эффективности рыночных отношений предполагал функционирование рынка как механизма соизмерения затрат и результатов на основе конкуренции товаропроизводителей. Теория асимметричности рыночной информации привела к пониманию необъективности цен, поскольку они складываются в условиях разной рыночной информации, доступной продавцу и покупателю во время заключения сделок. Но это обстоятельство ставит под сомнение эффективность рыночного механизма.

Управление крупной государственной собственностью связано в современной экономике с таким же кругом проблем, что и управление крупной акционерной собственностью. В отношениях между акционерами и менеджментом также проявляется эффект асимметричности информации. Акционеры не в состоянии контролировать обоснованность расходов корпораций. Они вынуждены основывать свои решения об управлении пакетами акций на собственной оценке действий менеджмента. Это сказывается на капитализации корпораций и структуре их капитала.

Переоценка значения иностранных инвестиций приводит к росту иностранного долга, но кроме того предопределяет подверженность национальной экономики внешним шокам. В кризисных условиях иностранные инвесторы предпочитают выводить деньги в международные финансовые центры, а дочерние структуры иностранных банков концентрируют

ресурсы в центральных офисах. Вывод финансовых ресурсов за рубеж в кризисных условиях влечет за собой нехватку ликвидности в национальной экономике и тем самым обостряет финансовый кризис.

Высокая задолженность домашних хозяйств, складывающаяся под влиянием низких процентных ставок, предопределяет превышение потребления над сбережениями и тем самым дестабилизирует инвестиционный процесс.

Рост фондовых рынков под воздействием спекулятивных факторов искажает формирование фундаментальной стоимости финансовых активов. На динамику биржевых индексов большое влияние оказывает избыточная ликвидность. Ряд зарубежных экономистов считает, что в динамике биржевых котировок способны проявляться инфляционные тенденции.

Для докризисного периода была характерна переоценка возможностей рыночного саморегулирования. Она стала результатом устойчивого развития системы рыночного хозяйства в 90-е годы XX в.

Главной целью регулирования экономики должно быть создание качественной экономической среды. Мы понимаем под такой средой адекватную оценку труда и капитала как факторов производства, взаимную сбалансированность общественного и частного секторов, предотвращение чрезмерного расслоения населения по уровню доходов. В качественной экономической среде отсутствуют инфляционные процессы.

В условиях глобализации важно учитывать не только национальный, но и международный аспекты государственного регулирования экономики. Использование валют развитых стран в международных расчетах, их обращение на мировом финансовом рынке вызывают эффект мультипликации этих валют вне границ их стран-эмитентов. Международная ликвидность формируется международными банками, в том числе оффшорными. Известно, что оффшорные банки не подпадают под регулирование и не публикуют отчетность. Это обуславливает отсутствие статистических данных, характеризующих процесс мультиплицирования резервных валют при

их обращении вне национальных границ стран-эмитентов. Можно утверждать, что предложение международной ликвидности формируется стихийно. Такой характер создания международной ликвидности служит причиной непрозрачности и неустойчивости мировой финансовой системы и усиливает вероятность глобальных валютных кризисов.

В этой связи следует учитывать, что появление новых региональных валют, их использование в международных расчетных и кредитных операциях предопределяет их мультиплицирование вне национальных границ. В таких условиях формирование денежной массы в этих валютах частично выйдет из-под контроля центральных банков.

Превращение какой-либо национальной валюты в региональную будет приводить к дополнительному сеньоражу, получаемому центральным банком. Тем не менее созданная при кредитных операциях вне национальных границ дополнительная денежная масса может быть использована для покупки товаров и услуг в стране-эмитенте региональной валюты. Соответственно, чистый экономический эффект от превращения национальной валюты в региональную будет равен: сеньораж минус приток мультиплицированных денег на национальные территории в результате оплаты импорта.

В условиях открытости экономики поддержка совокупного спроса превращается в стимулирование импорта, т. е. иностранного производителя. Поэтому ответом на глобализацию может стать политика повышения емкости внутреннего рынка и роста доли на нем национального производителя.

Два альтернативных подхода к государственному регулированию экономики представляют: установление процедур контроля над сделками и участниками рынков; введение правил обеспечения финансовой стабильности. Второй подход представляется более эффективным. Государственное регулирование должно: противодействовать рыночной турбулентности, компенсировать неэффективность рынков, сглаживать последствия нерационального поведения экономических агентов, корректировать эффект асимметричности информа-

ции, снижать новые риски, возникающие в ходе функционирования хозяйственной системы. Специфика регулирования современной экономики предопределяется ее открытостью.

Опыт проведения денежно-кредитной политики (ДКП) в условиях глобального кризиса указывает на невозможность использования правил, основанных на статистических закономерностях. Это связано с быстрой сменой трендов в рядах экономических переменных. Следует признать неэффективной денежно-кредитную политику, основанную на таргетировании какого-либо одного монетарного показателя. В действительности существует тесная взаимосвязь таких индикаторов, как денежные агрегаты, процентная ставка, инфляция, валютный курс, объемы кредитования. Предпочтительной является интегрированная ДКП, основанная на учете взаимосвязанной динамики монетарных показателей. Повышение эффективности ДКП может быть обеспечено за счет использования показателя объема сделок в экономике при определении спроса на деньги. В качестве инструмента организации денежного предложения следует широко использовать размещение депозитов центрального банка в коммерческих банках. Это позволит оперативно управлять денежными агрегатами и снижать предложение денег в условиях спекулятивного давления на национальную валюту.

В условиях макроэкономической нестабильности и угрозы новых кризисных проявлений особо важное значение имеет создание контркризисной инфраструктуры. Ее цель состоит в нейтрализации турбулентности в экономических процессах, уменьшении разрушительных последствий кризисов. Такая инфраструктура должна включать: платежную систему, способную обеспечивать центральный банк информацией об исполнении коммерческими банками платежных поручений их клиентуры; трехуровневую банковскую систему с выделением специальной группы крупных государственных банков, обслуживающих системообразующие предприятия. Это позволит избегать самых опасных проявлений кризиса: остановки платежей и резкого сокращения ликвидности в экономике.

Т.Е. Унковская\*

Парадоксы  
монетарной политики  
и новая парадигма  
понимания феномена  
финансовой  
стабильности\*\*

*«Монетарная стабильность определена как стабильность общего уровня цен, либо как отсутствие инфляции или дефляции. Финансовая стабильность до сих пор не имеет универсального и общепринятого определения».*

*Вим Дуйзенберг (Экс-Президент ЕЦБ).*

## 1. Проблема отсутствия общепризнанного определения феномена финансовой стабильности

Глобальный финансовый кризис, начавшийся с ипотечного кризиса в США, заставил осознать неадекватность существующих подходов к обеспечению финансовой стабильности и всю остроту проблем дестабилизации на различных уровнях – на уровне банков, предприятий, отраслей, рынков, национальных экономик и мировой финансовой системы в целом.

Еще в 1990-х гг. под влиянием волны финансовых кризисов в развивающихся странах и странах Восточной Азии в мировой практике монетарного регулирования начался фундаментальный сдвиг в понимании миссии и приоритетных целей центральных банков. Уже тогда фокус внимания

---

\* Унковская Татьяна Евгеньевна – д.э.н., ведущий научный сотрудник Института экономики и прогнозирования НАН Украины.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке НАН Украины в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 14-08/08-02-91205 а/У.



начал смещаться от цели поддержания низкой инфляции к необходимости решения более широких задач обеспечения финансовой стабильности. Многие центральные банки включили в свои официальные документы отчет по финансовой стабильности (табл. 1). Международные финансовые институты (МВФ, Мировой банк, Банк международных расчетов, Форум финансовой стабильности) начали совершенствование стандартов макропруденциальной политики, разработку показателей и систематический анализ рисков финансовой нестабильности. Были приняты меры по совершенствованию Базельских стандартов.

Таблица 1 Страны, где центральные банки составляют официальные отчеты по финансовой стабильности

Страна	Денежные власти	Год нововведения
Великобритания	Банк Англии	1996
Швеция	Риксбанк	1997
Венгрия	Национальный Банк Венгрии	2000
Норвегия	Банк Норвегии	2000
Австрия	Австрийский Национальный Банк	2001
Испания	Банк Испании	2001
Бельгия	Национальный Банк Бельгии	2002
Дания	Банк Дании	2002
Франция	Банк Франции	2002
Бразилия	Центральный Банк Бразилии	2002
Канада	Банк Канады	2003
Финляндия	Банк Финляндии	2003
Индонезия	Банк Индонезии	2003
Австралия	Резервный Банк Австралии	2004

Источники: Haldane A., Saporta V., Hall S. and Tanaka M. Financial Stability and Macroeconomic Models // Financial Stability Review. 2004. June. № 16. P. 80.

Однако все эти усилия не защитили мир от новой волны финансовых кризисов, которые стали драматическим доказательством того, что экономическая наука и практика макропруденциального анализа еще не достигли достаточной глубины сущностного понимания феномена **финансовой стабильности** и системного видения механизмов ее нарушения. Вследствие этого до сегодняшнего дня не разработаны действенные способы ранней диагностики и предотвращения

финансовых кризисов или, по крайней мере, эффективного сокращения их разрушительных последствий.

Как ни парадоксально, несмотря на кажущуюся очевидность понятия «финансовая стабильность», на сегодняшний день еще не выработано единое общепринятое и четкое определение этого термина. В обширной литературе по проблемам финансовой стабильности достигнут определенный прогресс в понимании механизмов финансовой дестабилизации, каналов ее распространения и системы показателей для ее оценки. В ряде ярких и содержательных работ осуществлены попытки определения термина «финансовая стабильность» на основании различных подходов: прямого, обратного (от определения финансовой нестабильности) и смешанного (табл. 2).

Таблица 2 Современное состояние понимания термина «финансовая стабильность»

пп	Источник, автор	Определение термина «финансовая стабильность»
1.	Michael Foot, Managing director, The Financial Services Authority and Honorary President of ACI (UK). What is financial stability and how do we get it?	«В отличие от термина «монетарная (или ценовая) стабильность», по которому уже достигнуто общее понимание и консенсус, термин «финансовая стабильность» еще не получил своего общепризнанного определения, хотя мы все понимаем, что это «хорошая вещь». Мое определение термина «финансовая стабильность» состоит в следующем. Мы имеем состояние финансовой стабильности, если наблюдаются: 1) монетарная стабильность; 2) уровень занятости, близкий к естественному уровню; 3) уверенность в операциях большинства ключевых финансовых институтов и рынков в экономике; 4) отсутствие резких ценовых движений финансовых и реальных активов, нарушающих условия 1) и 2)».
2.	«Показатели финансовой устойчивости». Руководство по составлению. Международный Валютный Фонд, 2007.	«Главная задача этого издания заключается в том, чтобы дать разъяснения в отношении концепций и определений, источников данных и методов, используемых в макропруденциальном анализе. Такой анализ представляет собой оценку и контроль сильных сторон и уязвимых мест финансовых систем с целью повышения финансовой стабильности и, в частности, для снижения вероятности краха финансовой системы». <i>В этом ключевом концептуальном издании МВФ по финансовой стабильности отсутствует определение термина «финансовая стабильность» (авт.).</i>

Продолжение табл. 2

пп	Источник, автор	Определение термина «финансовая стабильность»
3.	<i>Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability // GEI Newsletter Issue. Global Economic Institutions. 1997. № 6.</i>	«Я собираюсь определять финансовую стабильность как отсутствие нестабильности ... финансовая нестабильность – это ситуация, в которой функционирование экономики потенциально ухудшается колебаниями цен финансовых активов или неспособностью финансовых институтов выполнять свои договорные обязательства».
4.	<i>Schinasi G.J. Defining Financial Stability // IMF Working Paper. International Monetary Fund, 2004. № 187. P. 18.</i>	«Финансовая стабильность – это ситуация, в которой финансовая система способна удовлетворительно выполнять три ключевые функции одновременно. Во-первых, финансовая система эффективно и непрерывно способствует межвременному распределению ресурсов в экономике от владельцев сбережений к инвесторам и распределению экономических ресурсов в целом. Во-вторых, финансовые риски на перспективу определяются и оцениваются с приемлемой точностью, а также относительно хорошо управляются. В-третьих, финансовая система находится в таком состоянии, что она без напряжения, если не непрерывно, может абсорбировать финансовые и реальные экономические неожиданные события или шоки. Финансовая система находится в области стабильности, когда она способствует функционированию экономики (а не препятствует ему) и рассеивает финансовые дисбалансы, которые возникают эндогенно или как результат значительных негативных и неожиданных событий».
5.	Roger Ferguson (Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System).	«Мне кажется полезным определить финансовую стабильность, определяя ее противоположность: финансовую нестабильность. Я определяю финансовую нестабильность как ситуацию, которая характеризуется тремя основными критериями: 1) цены на некоторые ключевые финансовые активы резко отклоняются от своих фундаментальных основ; 2) функционирование кредитных рынков нарушено, в результате чего 3) значительно отклоняются от нормального уровня агрегированные расходы».
6.	Deutsche Bundesbank.	«Термин финансовая стабильность подразумевает устойчивое состояние, в котором финансовая система эффективно выполняет свои ключевые экономические функции, такие как распределение ресурсов, передачу рисков, осуществление платежей, а также способна делать это при возникновении шоков, стрессовых ситуаций и в течение периодов глубоких структурных изменений».
7.	Wim Duisenberg.	«Монетарная стабильность определена как стабильность общего уровня цен, либо как отсутствие инфляции или дефляции. Финансовая стабильность до сих пор не имеет всеобщего общепринятого определения. Тем не менее, кажется, достигнут широкий консенсус в том, что финансовая стабильность подразумевает гладкое функционирование ключевых элементов, составляющих финансовую систему».

Окончание табл.2

пп	Источник, автор	Определение термина «финансовая стабильность»
8.	П.В. Каллаур. «Концепт финансовая стабильность».	«Финансовую стабильность рассматривают как определенное общественное благо, пользоваться которым может каждый субъект экономики. Такое общественное благо заключается в способности финансовой системы эффективно облегчать и улучшать экономические процессы, управлять финансовыми рисками, перераспределять риски между экономическими субъектами, а также абсорбировать негативные шоковые воздействия на экономику».
9.	Из выступления Т. Падоа-Скюппа, члена Совета управляющих и Исполнительного совета ЕЦБ, 2004 г.	«Финансовая стабильность – это состояние, когда финансовая система способна противостоять шокам без развития кумулятивных процессов, нарушающих трансформацию сбережений в инвестиции и проведение платежных операций в экономике».
10.	Фредерик Мишкин, член Совета управляющих ФРС США.	«Финансовая нестабильность возникает, когда финансовая система подвергается шокам, сопровождающимся информационными потоками так, что она больше не может трансформировать сбережения в инвестиции».
11.	Центральный Банк Норвегии.	«Финансовая стабильность определяется как отсутствие кризисов в финансовой системе, то есть финансовый сектор устойчив к шокам финансовых учреждений или финансовых рынков».
12.	Ноут Веллинг, президент Банка Нидерландов.	«Стабильная финансовая система способна эффективно распределять ресурсы и абсорбировать шоки, препятствовать их разрушительному воздействию на реальную экономику или на другие финансовые системы».

Однако все эти определения описывают скорее последствия финансовой стабильности (или нестабильности) для экономики, чем ее внутренний содержательный смысл и фундаментальную сущность. Недостаточная глубина понимания феномена финансовой стабильности и отсутствие ее системного определения препятствуют осмыслению всего многообразия механизмов ее нарушения, а следовательно, выбору эффективной последовательности превентивных или антикризисных действий регулирующих органов.

В известной работе Дж. Стиглера<sup>43</sup> автор формулирует фундаментальную методологическую проблему экономической теории, которая, в частности, остается камнем преткновения и

43. Stigler J. Essays in the History of Economics. Chicago: University of Chicago Press, 1965.

в контексте исследований финансовой стабильности. Проблема заключается в традиционно недостаточном внимании исследователей к точному определению используемых терминов, обоснованности исходных предпосылок, а также существованию неявных предположений, которые подразумеваются из контекста. Стиглером сформулированы основные требования к необходимому уровню строгости и аналитической ценности вводимых определений: «Вводимая концепция с удовлетворительной ясностью, то есть с такой ясностью, которую позволяет состояние науки, должна определять модель, которая может быть использована профессионалами в самых различных теоретических исследованиях с тем, чтобы не было необходимости обсуждать основы науки при каждом расширении или применении теории. Определение должно схватывать внутренний содержательный смысл рассматриваемого явления с тем, чтобы теоретические предвидения были эмпирически надежными».

Несмотря на многообразие существующих определений и подходов к количественной оценке, по отношению к концепции «финансовая стабильность» эти требования в настоящее время до конца не выполнены. Более того, аналогичное состояние дел наблюдается и в части определения терминов «финансовая система» и «финансовое равновесие». Отсутствие систематических и строгих определений ключевых понятий влечет за собой логические пробелы в основаниях теории, проблемы возникновения методологической путаницы и парадоксов, порождающих противоречивые практические выводы и ошибки регулирования, что в конечном итоге ведет к огромным издержкам.

Приведем ключевые и наиболее известные парадоксы макрорегулирования, связанные с недостаточной глубиной понимания феномена финансовой стабильности, которые до сих пор не нашли своего разрешения и являются предметом активных дебатов.

1) *Парадокс кредитора последней инстанции (парадокс Мински) (Lender-Of-Last-Resort Paradox — paradox Minsky).*

Одним из инструментов макрорегулирования, направленных на обеспечение финансовой стабильности в случае возникновения финансовых потрясений в банковском секторе, является выполнение центральным банком функции кредитора последней инстанции. С точки зрения краткосрочных целей поддержания финансовой стабильности такая мера достаточно эффективна: она обеспечивает доверие к банковской системе, препятствует распространению банковской паники и процессу массового изъятия депозитов в случае финансовых потрясений. Однако в долгосрочном периоде эта регулирующая мера имеет скрытые негативные последствия. Она искажает рыночные механизмы координации и сама является источником накопления финансовой нестабильности в банковской системе: банки, зная о существовании кредитора последней инстанции, в целях получения большей доходности снижают свои кредитные стандарты (*moral hazard problem*) и тем самым провоцируют рост вероятности финансовых потрясений. *То есть краткосрочные выгоды финансовой стабильности порождают издержки возрастающей вероятности нестабильности в долгосрочном периоде.* Данный феномен имеет место в любых ситуациях, в которых отношения между субъектами подобны отношениям между страховой компанией и ее клиентом, то есть в тех случаях, когда неблагоприятные экономические события в жизни одной стороны гарантированно компенсируются другой стороной. В такой ситуации первая из сторон получает стимул идти на повышенный риск. Это противоречие, называемое также межвременным парадоксом финансовой стабильности (*intertemporal financial stability trade-off*), в настоящее время является предметом дискуссий и источником противоречивых практических рекомендаций.

## **2) Парадокс пруденциальной политики (*prudential policy paradox*).**

Меры пруденциальной политики по поддержанию финансовой стабильности предполагают некоторые валют-

ные ограничения, а также определенные жесткие требования к платежеспособности банков и созданию ими резервов ликвидности. С одной стороны, это способствует абсорбции возможных шоков и сокращению рисков финансовой дестабилизации, с другой — увеличивают альтернативные издержки банков по поддержанию ликвидности и снижают их инвестиционные возможности. Таким образом, искажаются рыночные механизмы эффективного распределения финансовых ресурсов в масштабах экономики в целом. Это в долгосрочном аспекте ведет к снижению способности банков генерировать прибыль, а следовательно, и будущую ликвидность. Суть парадокса пруденциальной политики состоит в противоречии между стабильностью и эффективностью или, другими словами, в противоречии между краткосрочной и долгосрочной ликвидностью банковской системы. На сегодняшний день обоснованное и исчерпывающее решение этого противоречия не найдено, что вызывает рассогласованные рекомендации на уровне макрорегулирования.

### ***3) Парадокс ценовой и финансовой стабильности (price stability and financial stability paradox).***

Инструменты центрального банка, используемые для поддержания финансовой стабильности (ставки рефинансирования, резервные требования, операции на открытом рынке), изначально создавались для решения их первичной задачи — поддержания ценовой стабильности. Влияние этих инструментов на финансовую стабильность является непрямым и, кроме того, проявляется с определенными временными лагами. Интенсивное использование монетарных рычагов для поддержания финансовой стабильности может повлечь за собой ценовые и курсовые колебания и, таким образом, противоречить решению задачи поддержания ценовой стабильности. Вследствие того, что финансовая стабильность является высокочувствительной к экзогенным шокам — от природных катастроф и до изменений рыночных настроений — активная политика центрального банка по ее поддержанию сама может стать источником дестабилизации.

#### 4) Парадокс количественных индикаторов финансовой стабильности (*Financial stability quantitative indicators paradox*).

В отличие от показателя ценовой стабильности, не существует единого общепризнанного количественного индикатора финансовой стабильности. Существующие подходы к разработке систем индикаторов финансовой стабильности (в частности подходы МВФ), несмотря на то что они включают десятки показателей, отражают только некоторые стороны финансовой стабильности и имеют дискретную фрагментарную природу. Ясно, что это только первый этап в понимании многовариантной и сложной природы финансовой стабильности, который явно недостаточен для предотвращения финансовых кризисов или разработки антикризисных стратегий.

Совершенно очевидно, что феномен финансовой стабильности имеет многосторонний и комплексный характер: не существует финансовой стабильности не только без стабильности финансовых институтов и финансовых рынков, но также без бюджетной стабильности, устойчивости платежного баланса, финансовой стабильности реального сектора (нефинансовых фирм, домохозяйств, товарных рынков) и других элементов. Если резко снижается платежеспособность ключевых предприятий реального сектора и происходит спад производства, что в свою очередь влечет за собой рост безработицы и неплатежеспособность домохозяйств, то это неизбежно сказывается на состоянии банковской системы и приводит к финансовой дестабилизации. Если в платежном балансе накапливаются диспропорции, существенно отклоняющие его от состояния равновесия, это может привести к дестабилизации валютного рынка, валютному и финансовому кризису.

Вполне возможно, что именно многообразие и сложность взаимосвязей элементов финансовой стабильности и являются причиной неразработанности экономической наукой до настоящего времени универсального сущностного



операционного определения данного термина. Его отсутствие, в свою очередь, привело к тому, что существующие системы индикаторов финансовой нестабильности носят фрагментарный характер и не отражают нелинейную динамику процессов накопления в экономике потенциала финансовой дестабилизации. Ясно, что такое положение препятствует эффективной ранней диагностике финансовых кризисов и своевременной разработке мер по их предотвращению.

Перечень существующих противоречий можно продолжить, однако и описанных здесь достаточно, чтобы сделать вывод о серьезности методологических проблем, об отсутствии целостной теории финансовой стабильности, что обуславливает нерешенность острых практических задач макрорегулирования и на уровне национальных экономик, и на уровне мировой финансовой системы в целом.

Для того чтобы продвинуться вперед в решении этих проблем, на мой взгляд, **необходимо выйти за узкие рамки общепринятого подхода к пониманию феномена финансовой стабильности.** Этот феномен является настолько сложным и многовариантным, что охватить его с помощью недостаточно развитого концептуального аппарата, набора (пусть даже обширного) простых коэффициентов и мышления в рамках линейного анализа, представляется невозможным. Необходим понятийный аппарат, который позволил бы рассматривать финансовую стабильность как сложное системное динамическое явление, анализировать степень координации его подсистем и прогнозировать нелинейные процессы накопления потенциальных дисбалансов. Рассмотрению такого понятийного аппарата и посвящены следующие разделы.

*«Любое достаточно сложное явление не может быть описано средствами одного языка».*  
Нильс Бор.

## 2. Новая парадигма понимания феномена финансовой стабильности как сложного динамического системного явления

Смысл утверждения Нильса Бора состоит в том, что описание сложных явлений возможно только с помощью средств, которые сами обладают достаточным уровнем сложности. Как показала практика, обойти этот общий методологический принцип при решении проблем поддержания финансовой стабильности и на уровне отдельных стран, и на уровне мировой экономической системы не удалось.

Выделим те *явные и неявные методологические установки, которые сегодня господствуют* в сфере исследований финансовой стабильности и практики ее обеспечения:

- финансовая стабильность — это некоторое определенное свойство финансовой системы;
- термин «финансовая система» трактуется западными авторами в узком смысле как совокупность финансовых институтов (банковских и небанковских финансовых организаций), финансовых рынков и финансовой инфраструктуры; в постсоветском же академическом пространстве господствует точка зрения на финансовую систему как на совокупность всех финансовых отношений в экономике;
- в качестве существенных свойств финансовой стабильности предлагаются различные описания последствий стабильности или нестабильности для экономики в целом;
- существует «методологическая пропасть» между пониманием макрофинансовой стабильности и финансовой стабильности на микроуровне (на уровне банка, предприятия и т.д.). Если финансовая стабиль-

ность банка понимается как его высокие платежеспособность и ликвидность, оцениваемые с помощью устоявшейся системы показателей, то финансовая стабильность на макроуровне не является столь же четким и измеримым понятием, а представляет собой гораздо более сложную и неструктурированную концепцию.

Эти установки нельзя назвать неверными, однако они страдают рядом существенных недостатков: с одной стороны, чрезмерной узостью, с другой – некоторой расплывчатостью, что не позволяет дать универсальное системное динамическое определение финансовой стабильности, которое сыграло бы конструктивную роль в понимании процессов финансовой дестабилизации и предотвращении финансовых кризисов.

Если под финансовой стабильностью подразумевать определенное свойство *финансовой системы*, понимаемой в узком смысле западных авторов, то такая концепция стабильности не может охватить всю полноту финансовых процессов в реальном секторе, проблемы несбалансированного государственного бюджета, кризисные процессы в динамике внешнеэкономических потоков и платежного баланса, проблемы дестабилизации цен на товарных рынках и инфляционные процессы. Именно в связи с этим возникают методологические парадоксы, описанные выше. Если под финансовой системой понимать всю совокупность финансовых отношений в экономике, что, на наш взгляд, ближе к истине, то возникает другая проблема – недостаточной четкости и инструментальности для разработки сущностного операционного определения финансовой стабильности, и здесь требуются уточнения.

Автором предлагается методологический подход, который, во-первых, позволяет снять проблему узости исходных установок, а во-вторых, открывает возможности для системного, конструктивного и ясного определения финансовой стабильности, обладающего достаточным уровнем общности и глубины. Этот подход позволяет также разработать эффектив-

ную систему диагностики потенциалов финансовой дестабилизации — предвестников финансовых кризисов. Кроме того, этот методологический подход может стать фундаментальной основой для разработки общей теории финансовой стабильности, объясняющей глубинные основы циклических финансовых процессов и закономерностей возникновения и развития финансовых кризисов. Такая теория позволила бы по-новому взглянуть, в частности, на закономерности образования и развития валютных зон, законы эволюции мировой финансовой архитектуры и другие важнейшие вопросы, которые до сих пор остаются неясными для экономической науки.

Суть этого методологического подхода в следующем.

1. В концептуальный аппарат теории финансовой стабильности необходимо ввести и глубоко разработать понятие **финансового равновесия экономической системы** как некоего особого динамического финансового режима, в котором в идеале может функционировать экономическая система (более подробно см. ниже п. 3). Концепция финансового равновесия разрабатывалась отдельными учеными, однако она до сих пор не получила широкого применения и требует дальнейшего развития и уточнений. В настоящее время в рамках исследований финансовой стабильности концепция финансового равновесия вообще не используется. Между тем стабильность является свойством, производным от способности системы находиться в режиме равновесия, поэтому осмыслить феномен финансовой стабильности без глубокого понимания сущности финансового равновесия не представляется возможным. Именно поэтому до сих пор отсутствует универсальное определение финансовой стабильности, которое позволило бы правильно понимать ее сущность, адекватно оценивать сложную динамику дестабилизационных процессов и своевременно предотвращать их разрушительное воздействие на экономику.

Термин «стабильность» (*от лат. stabilis — устойчивый, постоянный*) означает упрочение, приведение в равновесное устойчивое состояние или поддержание этого состояния,

например, обеспечение постоянства каких-либо процессов. Любую систему можно представить как структуру, т.е. ряд единиц или компонентов со стабильными свойствами. Однако система – это и события, и процессы, в ходе которых “нечто происходит”, изменяя некоторые свойства и отношения между единицами. Как показал Т. Парсонс, система стабильна, если она может находиться в относительном равновесии, то есть отношения между ее структурой и процессами, протекающими внутри нее, а также между ней и внешним миром таковы, что свойства и отношения, называемые структурой, оказываются неизменными. В динамических системах такое поддержание равновесия зависит от постоянно меняющихся процессов, «нейтрализующих» как экзогенные, так и эндогенные шоки, которые могут привести к деструктивному изменению структуры и к гибели системы.

Таким образом, первый методологический принцип предлагаемого подхода состоит в том, что *глубокое понимание смысла финансовой стабильности без уяснения фундаментальной сущности финансового равновесия не представляется возможным.*

2. Второй методологический принцип состоит в необходимом расширении понимания объекта, к которому применяется термин «финансовая стабильность».

*Под финансовой стабильностью следует понимать некоторое определенное свойство всей экономической системы в целом, а не финансовой системы в узком смысле.* Это позволит охватить финансовую сторону функционирования всех ключевых подсистем экономики, определяющих возможности поддержания финансовой стабильности. Кроме того, это устраняет методологические провалы и парадоксы, создает стройную логическую основу для понимания финансовой стабильности с единых концептуальных позиций для экономических систем различного уровня: предприятия, банка, банковской системы, товарных и финансовых рынков, бюджета, платежного баланса, национальной экономики и мировой экономической системы в целом.

3. Первые два методологических принципа позволяют расширить, углубить и конкретизировать определение финансовой стабильности экономической системы.

**Под финансовой стабильностью экономической системы следует понимать такой режим ее функционирования, когда а) она находится в динамическом состоянии финансового равновесия; или б) в случае экзогенных или эндогенных шоков ее отклонение от равновесия лежит в заданных пределах, и она способна вернуться в режим финансового равновесия.**

Такое определение финансовой стабильности позволяет охватить реальные черты сложной экономической действительности за счет следующих преимуществ нового подхода:

- в соответствии с ним финансовая стабильность имеет *системный характер* и является синергетическим результатом взаимодействия экономических подсистем; этот принцип позволяет с системных позиций рассмотреть нелинейные процессы накопления потенциалов финансовой дестабилизации;
- финансовая стабильность носит *сложный динамический характер* и проявляется в способности экономической системы к самосохранению в условиях экзогенных и эндогенных шоков; такой подход позволяет исследовать механизмы поддержания экономической системой режима финансового равновесия;
- на базе данного определения становится возможным на единой концептуальной основе дать четкие конструктивные определения финансовой стабильности для конкретных экономических систем различного уровня (предприятий, банков, отраслей, рынков, национальной экономики, мировой экономики в целом);
- предложенный подход позволяет *разрешить существующие методологические парадоксы*, описанные выше, и с системных позиций, используя аппарат общей теории систем, разработать систему диагнос-

тики потенциалов финансовой дестабилизации для экономических систем различного уровня.

Для того чтобы определение финансовой стабильности являлось четким и конструктивным по своей сути, *необходимо четко и конструктивно определить исходное понятие — финансовое равновесие экономической системы*, чему и посвящен следующий раздел.

### 3. Концепция финансового равновесия экономической системы

#### 3.1. Классификация типов равновесия экономических систем

Один из наиболее общих классификационных признаков, который позволяет структурировать все многообразие типов равновесных состояний и выделить два широких класса среди них (целевое и нецелевое равновесие) — это способ реализации направленного движения системы.

*Нецелевое равновесие* достигается системой за счет объективного приспособления противоборствующих сил в системе, характеризующих внутренний принцип ее устройства, и не связано с целеполаганием управляющего субъекта. Нецелевое равновесие не носит оценочной окраски — оно может быть «хорошим» или «плохим» с точки зрения частных критериев эффективности функционирования системы — и является тем особым состоянием, которого достигает система в результате процессов саморегуляции и самоорганизации. Средством реализации направленного движения системы к нецелевому равновесию является действие механизмов отрицательных обратных связей, когда *в равновесной области внешнее воздействие на систему вызывает в ней процессы, компенсирующие это воздействие*. Другими словами, действует закон равновесия Ле-Шателье: системы, находящиеся в равновесии, обнаруживают тенденцию сохранять его, оказывая внутреннее сопротивление силам, направленным на его изменение.

Если же внутреннее устройство системы таково, что в ней доминируют механизмы положительной обратной связи, то есть внешнее воздействие вызывает внутренние процессы, усиливающие это воздействие, то система все дальше отклоняется от равновесного состояния, и оно становится для нее недостижимым.

*Целевое равновесие* — это состояние оптимума, которое достигается системой под влиянием деятельности управляющего субъекта. Такой тип равновесия связан с выделением управляющей подсистемы, являющейся функционально автономной, процессом субъективного целеполагания и оптимального управления. Состояние целевого равновесия экономической системы соответствует равновесным значениям переменных функционального инварианта, оптимизирующих некоторую целевую функцию.

Второй важнейший классификационный признак равновесного состояния связан с методологией, используемой исследователем — статикой, сравнительной статикой или динамикой<sup>44</sup>. Направление эволюции теоретических представлений о равновесных состояниях определяется стремлением исследователей к преодолению статичности методологических принципов на все более высоком уровне: от статики — к сравнительной статике — к динамике и лаговой динамике.

Следующим классификационным признаком систематизации равновесных состояний является уровень и специфика экономической системы, равновесие которой исследуется. Примерами равновесных состояний на основе этого классификационного признака могут быть: на макроуровне — равновесие рынка, равновесие национального дохода при заданных условиях инвестирования и потребления в экономике, финансовое равновесие экономики; на микроуровне — финансовое равновесие предприятия, банка, равновесие

---

<sup>44</sup> Более подробно см. Goodhart C.A.E. Some New Directions for Financial Stability? / Per Jacobsson Lecture. 2004.



потребителя, общее равновесие фирмы и другие. На рис. 1 представлена общая схема классификации типов равновесия экономических систем и место финансового равновесия в этой классификации.

Перейдем к исследованию содержательного смысла термина «финансовое равновесие экономической системы» и разработке его системного операционального определения.

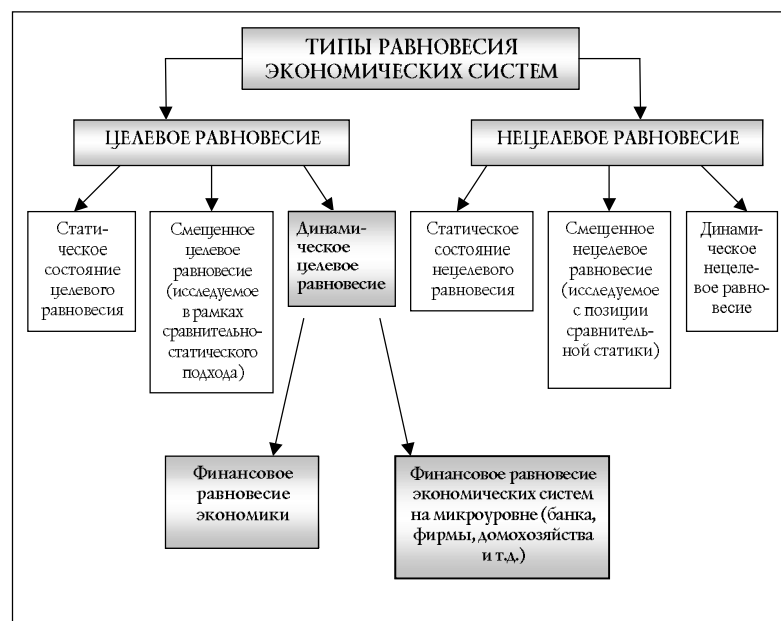


Рисунок 1. Классификация типов равновесия экономических систем и место финансового равновесия в данной классификации

### 3.2. Определение финансового равновесия экономической системы микроуровня

Термин «финансовое равновесие» (*l'equilibre des flux*) наиболее полное развитие получил в приложении к экономическим системам микроуровня. Он используется учеными французской научной школы финансового менеджмента для обозначения такого режима функционирования предпри-

ятия, при котором в каждый период времени процессы поступления и расходования денежных средств сбалансированы, то есть сальдо положительных и отрицательных денежных потоков равно нулю:

$$\sum_{i=1}^{n_1} f_i^+(t) = \sum_{j=1}^{n_2} f_j^-(t), \text{ где } t \in [0, T]$$

Предполагается, что такой режим функционирования предприятия, называемый режимом финансового равновесия, обеспечивает его бескризисное финансовое развитие: отсутствуют кризисы ликвидности и платежеспособности.

В понятийном аппарате американской школы финансового менеджмента термин «финансовое равновесие» отсутствует, однако в качестве его аналога используется понятие синхронизации денежных потоков во времени (*cash flows synchronization*).

На наш взгляд, концепция «финансового равновесия» имеет гораздо более глубокий содержательный смысл, охватывающий широкий спектр вопросов взаимодействия финансовых процессов в сложных динамических экономических системах. Эта концепция применима к экономическим системам различного уровня – предприятиям, домохозяйствам, банковской системе, рынкам, бюджету, платежному балансу, национальной экономике, мировой экономике в целом. Вследствие этого она может стать тем методологическим мостом, который позволит преодолеть разрывы в понимании финансовой стабильности на макро- и микроуровне.

Разработаем более широкое определение термина «финансовое равновесие» в применении к экономическим системам микроуровня (предприятиям, банкам, домохозяйствам). Понимание концепции финансового равновесия предприятия как абсолютной синхронизации денежных потоков является слишком ограниченным. Если предприятие находится в таком финансовом режиме, то теоретически сумма денежных средств на счете предприятия может быть

равной нулю. Подобная ситуация неоптимальна вследствие того, что в этом случае удовлетворяется только транзакционный спрос предприятия на денежные средства, при этом другие жизненно важные компоненты совокупного спроса на деньги – спроса, обусловленного мотивом предосторожности (precautionary demand), а также мотивом поддержания кредитного рейтинга и хранения компенсационных остатков, остаются неудовлетворенными. То есть, режим синхронизации денежных потоков не описывает структуру оптимального финансового состояния и не позволяет достаточно полно раскрыть влияние параметров финансовой политики предприятия и внешней среды на динамические свойства равновесного состояния, его достижимость и устойчивость. Необходимо более широкое понимание финансового равновесия, для которого синхронизация денежных потоков будет только одним из частных случаев. Для этого необходимо ввести ряд новых понятий.

Назовем **совокупным потенциалом финансовой дестабилизации  $F(t)$  предприятия** такую величину, которая отражает непокрытые финансовые потребности предприятия в момент времени  $t$  для финансирования его эффективной операционной, инвестиционной и финансовой деятельности в соответствии с заданной экономической стратегией.

Изменение функции потенциала финансовой дестабилизации во времени несет в себе значительную информацию о траектории финансового развития фирмы, ее отклонениях от равновесия и накоплении источников нестабильности. В основе структуры этой функции лежат три ключевых элемента, отражающих три разнородных источника формирования потенциала финансовой дестабилизации:

$$F(t) = U(t) + Z(t) - E(t),$$

где  $U(t)$  – *внутренний* потенциал финансовой дестабилизации фирмы, отражающий накопление финансовых проблем вследствие ошибок внутрифирменного управления;

$Z(t)$  – финансовые потери вследствие *экзогенных шоков*, влияющих на предприятие (например для Украины – резкие неблагоприятные изменения курса валюты, падение экспортных цен, рост цен на импортный газ и пр.);

$E(t)$  – компенсация финансовых потерь вследствие воздействия *внешних стабилизаторов*, в частности мер макрорегулирования, направленных на компенсацию экзогенных шоков.

Рассмотрим более глубоко содержательный смысл *внутреннего потенциала финансовой дестабилизации*.

Назовем *эффективным спросом предприятия на деньги*  $D_e(t)$  минимальный объем денежных средств, необходимый предприятию в момент времени  $t$  для наиболее эффективно осуществления операционной, инвестиционной и финансовой деятельности для заданной экономической стратегии и удовлетворения:

- 1) транзакционного спроса на деньги  $D_R(t)$ ;
- 2) спроса, обусловленного мотивом предосторожности  $D_P(t)$ ;
- 3) спроса на компенсационные остатки  $D_C(t)$ ;
- 4) спроса на денежные средства для поддержания кредитного рейтинга  $D_R(t)$ .

Так как одна и та же сумма может одновременно служить нескольким целям, структура эффективного спроса предприятия на деньги может быть представлена следующим образом:

$$D_E(t) = \max\{D_C(t), D_R(t)\} + D_\Delta(t),$$

где первое слагаемое, определяемое как максимальное значение из двух величин – компенсационного остатка и суммы для поддержания кредитного рейтинга, задает тот уровень, ниже которого не должна опускаться сумма денежных средств на счете предприятия; второе слагаемое – варьирующая часть эффективного спроса  $D_\Delta(t)$  – должно соответствовать сумме средств для удовлетворения транзакционного спроса и спроса, обусловленного мотивом предосторожности (рис. 2).

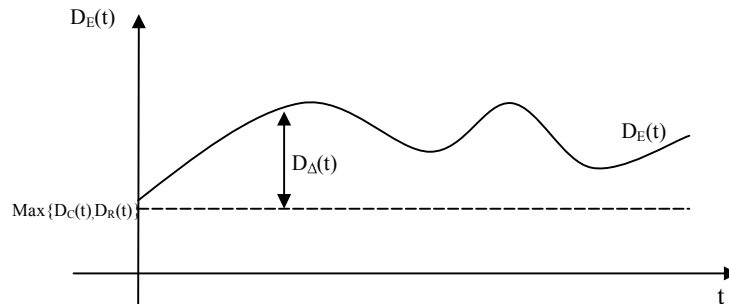


Рисунок 2. Структура эффективного спроса предприятия на денежные средства

Уровень первой составляющей эффективного спроса —  $\max\{D_C(t), D_R(t)\}$  определяется выбором банка, его политикой предоставления кредита и других банковских услуг, общей конъюнктурой кредитного рынка, детерминирующей необходимый уровень кредитного рейтинга предприятия для заключения эффективных соглашений по привлечению финансовых ресурсов.

Уровень варьирующей составляющей эффективного спроса  $D(t)$  определяется параметрами, детерминирующими транзакционный спрос и спрос на денежный резерв для страхования от риска. К факторам, определяющим транзакционный спрос, относятся характеристики экономической стратегии предприятия, особенности его операционного, инвестиционного и финансового циклов. Уровень спроса, обусловленного мотивом предосторожности, определяется мерой нестабильности рынков, на которых развивается деятельность предприятия, масштабом деятельности, факторами риска общеэкономической ситуации в стране и мире.

Таким образом, совокупность параметров, определяющих эффективный спрос предприятия на денежные средства, можно объединить в три группы:

- 1) множество параметров политики финансового управления предприятием, выраженного в виде вектора:

$$\vec{\varphi}(t) = (\varphi_1(t), \varphi_2(t), \dots, \varphi_l(t)) ;$$

2) вектор параметров экономического развития предприятия:

$$\vec{z}(t) = (z_1(t), z_2(t), \dots, z_k(t));$$

3) вектор параметров, задающих состояние внешней среды:

$$\vec{l}(t) = (l_1(t), l_2(t), \dots, l_j(t)).$$

При этом финансовая политика предприятия зависит от его экономического развития, стратегических целей и состояния внешней среды, то есть компоненты вектора финансовой политики являются функциями векторов  $\vec{z}(t)$  и  $\vec{l}(t)$ :

$$\vec{\varphi}(t) = \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)).$$

Функция эффективного спроса предприятия на денежные средства имеет вид:

$$D_E = D_E(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)).$$

Оптимальный финансовый режим функционирования предприятия, то есть его финансовое равновесие, предполагает, что эффективный спрос предприятия на денежные средства в каждый момент  $t$  рассматриваемого периода  $[0; T]$  должен быть удовлетворен.

Сумму денежных средств, имеющихся у предприятия в момент времени  $t$  для удовлетворения его эффективного спроса на деньги, назовем *акцептованным предложением денежных средств предприятия*  $S(t)$ .

Его величина также определяется вектором финансовой политики предприятия, параметрами экономического развития и состоянием внешней среды:

$$S = S(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)).$$

В данном контексте категории эффективного спроса и акцептованного предложения трактуются в терминах денежных запасов, сбалансированная динамика которых определяет возможность достижения предприятием состояния финансового равновесия. Если эффективный спрос на деньги существенно превышает их акцептованное предложение, это стано-

вится внутренним источником возникновения кризиса ликвидности, то есть финансовой дестабилизации предприятия.

Величина рассогласования эффективного спроса на деньги и акцептованного предложения денег в момент времени  $t$  и составляет смысл **внутреннего потенциала финансовой дестабилизации предприятия** ( $U(t)$ ):

$$U(t) = D_E(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) - S(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)).$$

Если внутренний потенциал финансовой дестабилизации больше 0, то есть

$$U(t) = D_E(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) - S(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) > 0,$$

то эффективный спрос на деньги не удовлетворяется, и возникают предпосылки кризиса ликвидности. Отрицательный потенциал финансовой дестабилизации говорит об избытке денежных средств сверх необходимых резервов, то есть о неэффективной финансовой политике предприятия и потере доходности, что может негативно сказаться на состоянии ликвидности в будущем.

Динамика внутреннего потенциала финансовой дестабилизации может быть описана дифференциальным уравнением:

$$\frac{d\vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t))}{dt} = \gamma(t) [D_E(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)) - S(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t))] \quad (3.3.1),$$

$$\frac{d\gamma(t)}{dt} < 0, \gamma(0) = 0, \text{ где}$$

$\frac{d\varphi}{dt}$  – скорость изменения финансовой политики предприятия в случае рассогласования эффективного спроса на деньги и их акцептованного предложения;  $\frac{d\gamma(t)}{dt}$  описывает изменения мультипликатора относительно этого дисбаланса.

Это уравнение описывает закон спроса предприятия на деньги и их предложения. Вместе с уравнением

$$\begin{aligned} U(t) &= D_E(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) - \\ S(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) &= 0 \end{aligned} \quad (3.3.2)$$

оно описывает динамический процесс, который в случае устойчивости достигает своих предельных значений. При выполнении равенства (3.3.2) внутренний потенциал финансовой дестабилизации равен нулю  $U(t)=0$  и финансовая политика  $\vec{\varphi}(t) = \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t))$  не требует изменений. Это соответствует режиму финансового равновесия предприятия в ситуации отсутствия экзогенных шоков.

В общем случае, когда существует возможность экзогенных шоков, оптимальному финансовому режиму функционирования, то есть динамическому режиму финансового равновесия предприятия, соответствует ситуация, когда совокупный потенциал финансовой дестабилизации предприятия равен нулю:

$$\begin{aligned} F(t) = U(t) + Z(t) - E(t) &= [ D_E(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) - \\ S(t, \vec{\varphi}(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) ] + Z(t) - E(t) &= 0 \end{aligned}$$

Оптимальный вектор финансовой политики предприятия  $\vec{\varphi}^*(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t))$ , обеспечивающий достижение финансового равновесия, то есть равенство совокупного потенциала финансовой дестабилизации нулю, назовем *равновесным вектором финансовой политики предприятия*:

$$\begin{aligned} [ D_E(t, \vec{\varphi}^*(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) - \\ S(t, \vec{\varphi}^*(t, \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) ] + Z(t) - E(t) &= 0, \\ \forall t \in [0; T] \end{aligned}$$

На базе предложенного методологического подхода становится возможным дать определение финансового равновесия любой экономической системы. **Финансовое равновесие экономической системы** — это такой финансовый режим ее функционирования, при котором совокупный потенциал финансовой дестабилизации данной системы равен нулю.



Если равновесие не установилось, и в системе существуют градиенты совокупного потенциала финансовой дестабилизации, то финансовый режим функционирования системы является неравновесным.

*Процесс финансовой релаксации* экономической системы – это процесс ее перехода из неравновесного состояния в состояние финансового равновесия. *Период финансовой релаксации* – интервал времени, в течение которого происходит этот процесс перехода.

Если рассмотреть процесс, протекающий в экономической системе со скоростью, значительно меньшей скорости релаксации, на любом этапе которого совокупный потенциал финансовой дестабилизации успевает выравняться (проходит через нулевое значение), он представляет собой цепочку равновесных состояний. Такой процесс, достаточно медленный относительно скорости релаксации системы, целесообразно называть равновесным. Теоретическая модель этого процесса может стать адекватным аналитическим инструментом исследования проблемы равновесного экономического роста.

Прикладная ценность введенного определения финансового равновесия экономической системы состоит в том, что оно позволяет на единой методологической основе исследовать закономерности режима финансового равновесия для экономических систем разного рода: предприятий, домохозяйств, банков, небанковских финансовых институтов и др. (табл. 3).

Разработанный подход позволяет перейти к рассмотрению концепции финансового равновесия на более высоком уровне обобщения и на основании этого конкретизировать данное выше определение финансовой стабильности экономической системы в применении к макроэкономическому уровню.

Таблица 3 Финансовое равновесие для экономических систем микроуровня

№	Экономическая система	Определение финансового равновесия данной системы	Обозначения
1	Банк	$F_b(t) = U_b(t) + Z_b(t) - E_b(t) =$ $[D^b_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) -$ $S^b(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))] + Z^b(t) - E^b(t) = 0$	$D^b_E$ – эффективный спрос банка на денежные средства; $S^b$ – акцептованное предложение денежных средств; $Z^b(t)$ – финансовые потери банка от экзогенных шоков; $E^b(t)$ – компенсация финансовых потерь банка вследствие воздействия внешних стабилизаторов (монетарных и финансовых мер органов макрорегулирования)
2	Домохозяйство	$F_h(t) = U_h(t) + Z_h(t) - E_h(t) =$ $[D^h_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) -$ $S^h(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))] + Z^h(t) - E^h(t) = 0$	$D^h_E$ – эффективный спрос домохозяйства на денежные средства; $S^h$ – акцептованное предложение денежных средств; $Z^h(t)$ – финансовые потери домохозяйства от экзогенных шоков; $E^h(t)$ – компенсация финансовых потерь домохозяйств вследствие воздействия внешних стабилизаторов
3	Предприятие	$F(t) = U(t) + Z(t) - E(t) =$ $[D_E(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) -$ $S(t, \bar{\varphi}(t, \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))] + Z(t) - E(t) = 0$	$D_E$ – эффективный спрос предприятия на денежные средства; $S$ – акцептованное предложение денежных средств; $Z(t)$ – финансовые потери предприятия от экзогенных шоков; $E(t)$ – компенсация финансовых потерь предприятия вследствие воздействия внешних стабилизаторов

Для обеспечения функционирования экономики в равновесном финансовом режиме необходимо поддержание в финансовом равновесии ее ключевых подсистем. Рассмотрим концепции финансового равновесия и потенциала финансовой дестабилизации в применении к следующим экономическим подсистемам: реальному сектору (то есть предприятиям, домохозяйствам, товарным рынкам), банковской системе,

сектору небанковских финансовых институтов, финансовым рынкам (табл. 4).

Таблица 4 **Определение совокупного потенциала финансовой дестабилизации экономических систем макроуровня**

№	Экономическая система	Совокупный потенциал финансовой дестабилизации для данной системы	Обозначения
1	Сектор предприятий	$F_1(t) = \sum_{j=1}^N \alpha_{1j}(t) F_{1j}(t)$	$F_1(t)$ – показатель совокупного потенциала финансовой дестабилизации сектора предприятий; $F_{1j}(t)$ – совокупный потенциал финансовой дестабилизации j-го предприятия реального сектора; $\alpha_{1j}(t)$ – вес j-го предприятия в финансовом развитии всего сектора
2	Сектор домохозяйств	$F_2(t) = \sum_{j=1}^N \alpha_{2j}(t) F_{2j}(t)$	$F_{2j}(t)$ – совокупный потенциал финансовой дестабилизации j-й группы домохозяйств; $\alpha_{2j}(t)$ – вес j-й группы в финансовом состоянии сектора домохозяйств.
3	Банковский сектор	$F_3(t) = \sum_{j=1}^N \alpha_{3j}(t) F_{3j}(t)$	$F_3(t)$ – показатель совокупного потенциала финансовой дестабилизации банковской системы, $F_{3j}(t)$ – потенциал финансовой дестабилизации j-го банка банковской системы; $\alpha_{3j}(t)$ – вес j-го банка в финансовом развитии банковской системы
4	Сектор небанковских финансовых институтов	$F_4(t) = \sum_{j=1}^N \alpha_{4j}(t) F_{4j}(t)$	$F_{4j}(t)$ – потенциал финансовой дестабилизации j-го небанковского финансового института; $\alpha_{4j}(t)$ – вес j-го института в финансовом развитии сектора.
5	Государственный бюджет	$F_5(t) = U_5(t) + Z_5(t) - E^5(t) = [D^5_E(t, \vec{\varphi}(t), \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t)) - S^5(t, \vec{\varphi}(t), \vec{z}(t), \vec{l}(t)), \vec{z}(t), \vec{l}(t))] + Z^5(t) - E^5(t)$	$U_5(t)$ – внутренний потенциал финансовой дестабилизации государственного бюджета, $Z^5(t)$ – потери государственного бюджета от экзогенных шоков; $E^5(t)$ – компенсация потерь госбюджета вследствие действия внешних стабилизаторов.

Окончание табл. 4

№	Экономическая система	Совокупный потенциал финансовой дестабилизации для данной системы	Обозначения
6.	Платежный баланс	$F_6(t) = U_{PB}(t) + Z_{PB}(t) - E_{PB}(t), \text{ где}$ $U_{PB}(t) =$ $D^{PB}_E(t, \bar{\varphi}(t), \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t)) -$ $S^{PB}(t, \bar{\varphi}(t), \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))$	$U_{PB}(t)$ – внутренний потенциал финансовой дестабилизации платежного баланса, равный рассогласованию эффективного спроса страны на валютные средства $D^{PB}_E$ и их акцептованного предложения $S^{PB}(t, \bar{\varphi}(t), \bar{z}(t), \bar{l}(t)), \bar{z}(t), \bar{l}(t))$ $Z_{PB}(t)$ – потеря валютных средств страны вследствие экзогенных шоков; $E_{PB}(t)$ – компенсация валютных потерь за счет внешних стабилизаторов.
7.	Товарные рынки	$F_7(t) = \sum \alpha_{i7}(t) F_{i7}(t)$ $F_{i7}(t) = U^i_M(t) + Z^i_M(t) - E^i_M(t)$ $U^i_M(t) = D^i(t) - S^i(t)$	$\alpha_{i7}(t)$ – весовой коэффициент, отражающий значимость $i$ -го товарного рынка в формировании инфляционных процессов; $F_7$ – совокупный потенциал финансовой дестабилизации $i$ -го товарного рынка, $U^i_M$ – внутренний потенциал финансовой дестабилизации, $Z^i_M(t)$ – дестабилизация, обусловленная экзогенными шоками, $E^i_M(t)$ – компенсация за счет действия внешних стабилизаторов.
8.	Финансовые рынки	$F_8(t) = \sum_{i=1}^m \alpha_{i8}(t) F_{i8}(t)$ $F_{i8}(t) = U^i_{FM}(t) + Z^i_{FM}(t) - E^i_{FM}(t)$ $U^i_{FM}(t) = D^i(t) - S^i(t)$	$\alpha_{i8}(t)$ – весовой коэффициент, отражающий значимость $i$ -го финансового рынка в формировании финансовой нестабильности экономики; $F_8(t)$ – совокупный потенциал финансовой дестабилизации $i$ -го финансового рынка, $U^i_{FM}$ – внутренний потенциал финансовой дестабилизации, $Z^i_{FM}(t)$ – нестабильность, обусловленная экзогенными шоками, $E^i_{FM}(t)$ – компенсация за счет действия внешних стабилизаторов.

Введенные понятия потенциалов финансовой дестабилизации ключевых экономических подсистем: реального сектора (сектора предприятий  $F_1(t)$ , домохозяйств  $F_2(t)$ , товарных

рынков  $F_3(t)$ ); финансовой системы (банковской системы  $F_4(t)$ , системы небанковских финансовых институтов  $F_5(t)$ , финансовых рынков  $F_6(t)$ ); государственного бюджета  $F_7(t)$  и платежного баланса  $F_8(t)$ , позволяют описать совокупный потенциал финансовой дестабилизации национальной экономики в целом.

**Совокупный потенциал финансовой дестабилизации экономики в момент времени  $t$  — это вектор  $\vec{F}(t)$ , компонентами которого являются величины совокупных потенциалов финансовой дестабилизации ключевых подсистем экономики:**

$$\vec{F}(t) = (F_1(t), F_2(t), F_3(t), F_4(t), F_5(t), F_6(t), F_7(t), F_8(t)).$$

Это позволяет дать системное определение финансового равновесия экономики и использовать его в качестве аналитического инструмента для исследования проблем финансовой стабильности.

**Состояние финансового равновесия экономики — это такой финансовый режим функционирования экономики, когда вектор совокупного потенциала финансовой дестабилизации экономики равен нулю:**

$$\vec{F}(t) = \vec{0}.$$

Разработанный концептуальный аппарат позволяет дать системное определение финансовой стабильности.

**Финансовая стабильность национальной экономики — это такой режим функционирования экономики, когда а) она находится в динамическом состоянии финансового равновесия; или б) в случае экзогенных или эндогенных шоков ее отклонение от равновесия лежит в заданных пределах, и она способна вернуться в режим финансового равновесия.**

Предложенный концептуальный подход — это только шаг вперед к пониманию сложной природы финансовой стабильности и тех нелинейных циклических процессов, которые ведут к ее нарушению. В дальнейшем он может спо-

способствовать разработке общей теории финансовой стабильности и совершенствованию методов ранней диагностики финансовых кризисов.

В.К. Сенчагов,  
Д.Е. Плисецкий\*

Кредитно-денежный  
рынок России в условиях  
глобального финансового  
кризиса: проблемы  
и перспективы  
развития\*\*

Кризисные явления в мировых финансах, спровоцировавшие серьезный спад в глобальной экономике, существенным образом изменили условия и механизмы функционирования кредитно-денежного рынка в России. Они привели к быстрому исчерпанию внешних источников финансирования экономического роста, резкому сжатию внутреннего фондового рынка, острейшему падению ликвидности и кредитной активности отечественных банков, значительному ухудшению качества их активов, внушительному росту стоимости ссудного капитала, а также усилению девальвационных и инфляционных ожиданий в стране.

Стремительное ухудшение состояния кредитно-денежного рынка потребовало от государства принятия решительных мер по стабилизации ситуации в финансово-банковском секторе. Многократное увеличение объемов рефинансирования кредитных организаций, повышение государственных гарантий по банковским вкладам и оказание адресной поддержки крупным банкам, находившимся на грани банкротства, позволили избежать системного банковского кризиса и предотвратить панику среди частных вкладчиков. Вместе

---

\* Сенигов Вячеслав Константинович — д.э.н., проф., Заслуженный экономист России, заведующий Центром финансово-банковских исследований Института экономики РАН.

Плисецкий Дмитрий Евгеньевич — к.э.н., старший научный сотрудник Центра финансово-банковских исследований Института экономики РАН.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках совместного научно-исследовательского проекта РФФИ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 08-02-91205 а/У.



с тем предпринятых государством усилий оказалось недостаточно для оживления кредитного рынка, поддержания инвестиционного спроса и сохранения прежних объемов финансирования экономики. В первом полугодии 2009 г. в России капиталовложения сократились в годовом исчислении почти на 20%.

Сохранение высокой неопределенности относительно перспектив скорого выхода мировой экономики из кризиса и улучшения конъюнктуры глобальных финансов усиливает риски дальнейшего ухудшения состояния отечественного кредитно-денежного рынка и падения инвестиционной активности в стране. Это ставит перед государством ряд неотложных задач, связанных главным образом с существенным укреплением внутренних источников финансирования экономического роста, устранением структурных диспропорций в развитии отечественного банковского сектора, разрешением проблемы «плохих» долгов, а также сокращением объемов бегства капитала из страны. Кроме того, усложнение финансовой деятельности, сопровождаемое все более частым появлением ценовых пузырей в экономике, требует пристального внимания государства к вопросам повышения качества банковского регулирования, в том числе усиления контроля за системными рисками в финансово-банковском секторе.

### **Влияние глобального кризиса на отечественный кредитно- денежный рынок**

В 2008 г. масштабные потрясения мировых финансов привели к резкому изменению условий функционирования внутреннего кредитно-денежного рынка, ослабив прежде всего ресурсную базу роста российской экономики. Воздействие кризиса на денежно-кредитную сферу страны осуществлялось по двум основным каналам — через значительное сокращение притока иностранного капитала в

Россию и резкое падение мировых цен на сырьевые товары (в первую очередь нефть и металлы — важнейшие статьи национального экспорта, на долю которых в последние годы приходилось более 80% его объема).

Из-за стремительного ухудшения конъюнктуры глобальных рынков капитала отечественные банки уже в конце 2007 г. — начале 2008 г. начали испытывать трудности с привлечением иностранных кредитов и займов, успевших к тому времени превратиться в один из важнейших источников фондирования долгосрочных кредитных операций. За его счет формировалась четвертая часть всех банковских пассивов (см. рис. 1). Снижение доступности внешних заимствований мгновенно отразилось на состоянии ликвидности российского банковского сектора, став причиной ее значительного падения. В январе—феврале 2008 г. объем наиболее ликвидных банковских активов (денежной наличности, средств на корсчетах ностро, корсчетах и депозитах в Банке России) сократился в полтора раза, а их доля в совокупных активах уменьшилась почти на треть (см. рис. 2).



Источник: рассчитано по данным Банка России

Рисунок 1. Иностранные пассивы российских банков в 2004–2009 гг.

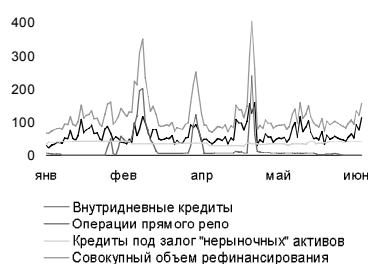


Источник: рассчитано по данным Банка России

Рисунок 2. Показатели банковской ликвидности в 2008–2009 гг.

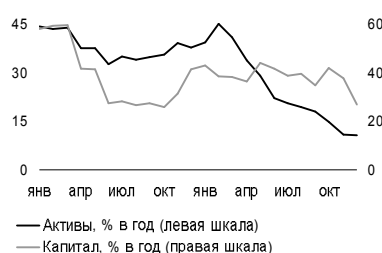
Сохранить бесперебойную работу кредитно-денежного рынка в начале 2008 г. помогли главным образом запас финансовой прочности, накопленный российскими

банками в докризисный период, а также своевременные меры Банка России по существенному увеличению объемов рефинансирования кредитных организаций (см. рис. 3). Однако резкое ограничение доступа отечественных кредитных организаций к внешним источникам фондирования не прошло бесследно – темпы прироста банковских активов в России по итогам первого квартала 2008 г. упали сразу на 7 п.п., капитала – почти на 20 п.п. (см. рис. 4).



Источник: рассчитано по данным Банка России

Рисунок 3. Объемы рефинансирования Банком России коммерческих банков в первой половине 2008 г., млрд руб.

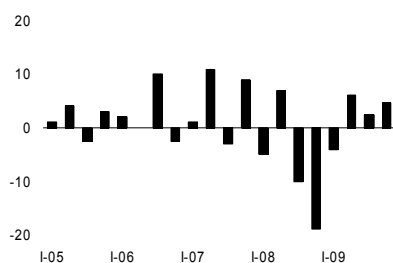


Источник: рассчитано по данным Банка России

Рисунок 4. Динамика банковских активов и капитала в 2008–2009 гг.

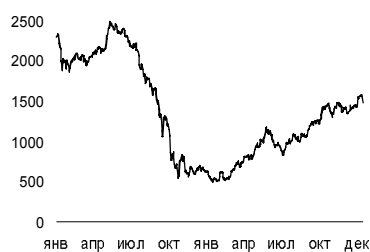
Новый мощный удар по отечественному кредитно-денежному рынку глобальный кризис нанес в сентябре–октябре 2008 г. Банкротство Lehman Brothers – одного из ведущих американских инвестбанков – спровоцировало массовый отток международных портфельных инвестиций из развивающихся стран и ускорило падение мировых цен на сырьевые товары. Масштабный вывод капиталов нерезидентов из страны вызвал обвал на отечественном фондовом рынке, капитализация которого после достижения исторических максимумов в мае 2008 г. рухнула более чем в четыре раза – до уровня 2003 г. (см. рис. 5, 6). Резкое падение стоимости ценных бумаг, активно использовавшихся банками для проведения сделок репо, буквально парализовало работу российского межбанковского рынка. Многие кредитные организации столкнулись с необходимостью немедленного

довнесения залогов или их обратного выкупа в результате срабатывания margin calls. Оперативно привлечь дополнительные средства в обстановке всеобщего недоверия было практически невозможно. В результате из-за обострения проблем с ликвидностью ряд банков первой сотни оказался на грани банкротства, а весь банковский сектор — перед лицом тяжелого системного кризиса, предотвратить который удалось только благодаря массивной финансовой поддержке со стороны государства.



Источник: составлено по данным Банка России

Рисунок 5. Динамика притока и оттока международных портфельных инвестиций в Россию в 2005–2009 гг.



Источник: Составлено по данным РосБизнес Консалтинг

Рисунок 6. Динамика индекса РТС в 2008–2009 гг.

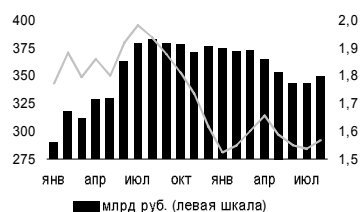
Дестабилизация ситуации на межбанковском рынке и трудности ряда банков с исполнением обязательств перед клиентами привели к массовому изъятию частных вкладов. В сентябре–ноябре 2008 г. объем депозитов населения сократился более чем на 5% (450 млрд руб.). Эта крайне негативная тенденция была переломлена лишь в самом конце года, однако докризисная динамика притока частных вкладов в банковскую систему так и не была восстановлена (см. рис. 7). Спровоцированный глобальным кризисом масштабный отток капитала с российского фондового рынка лишил также банки возможности привлекать длинные пассивы внутри страны посредством выпуска долговых ценных бумаг. Во второй половине 2008 г. объемы размещения рублевых банковских облигаций упали более чем в полтора раза по сравнению с началом года. В

результате с сентября 2008 г. суммарный объем средств, аккумулированных банками посредством выпуска облигаций, стал постепенно снижаться, а их доля в совокупных обязательствах банков упала на четверть — до 1,5% (см. рис. 8). В свою очередь, практически полное отсутствие инвестиционного спроса помешало ряду крупных банков нарастить капитальную базу, вынудив отказаться от проведения в 2008 г. публичных размещений своих акций. Кроме того, стремительное падение мировых цен на сырье резко ограничило приток средств предприятий на банковские счета, что еще больше усилило ресурсный голод российских кредитных организаций.



Источник: рассчитано по данным Банка России

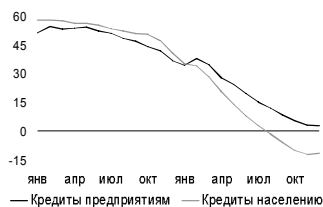
Рисунок 7. Динамика вкладов населения в 2008–2009 гг.



Источник: рассчитано по данным Банка России

Рисунок 8. Средства привлеченные банками путем выпуска облигаций в 2008–2009 гг.

Кризис не только существенно ослабил ресурсную базу роста российской экономики, но и стал причиной быстрого сжатия кредитного рынка, что сопровождалось значительным удорожанием банковского кредита. К началу 2009 г. темпы прироста совокупного кредитного портфеля отечественных банков упали по сравнению с началом 2008 г. более чем на треть — до 34% в год. При этом только в сентябре–ноябре падение составило более 10 п.п. (см. рис. 9). В свою очередь, средний уровень ставок по долгосрочным кредитам предприятиям и населению вырос к концу 2008 г. практически вдвое по сравнению с аналогичным периодом 2007 г. — до 20–22% годовых в рублях, вернувшись к уровню шести-семилетней давности (см. рис. 10).



Источник: составлено по данным Банка России.

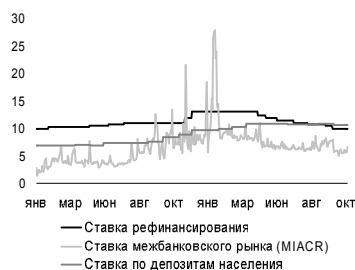
Рисунок 9. Темпы прироста банковского кредитования в 2008–2009 гг., % в год



Источник: составлено по данным Банка России.

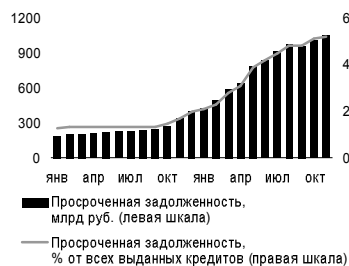
Рисунок 10. Ставки по долгосрочным кредитам в рублях в 2002–2009 гг., % годовых

Существенный рост кредитных ставок в экономике был вызван прежде всего заметным удорожанием стоимости фондирования банковских операций на внутреннем рынке. Острая нехватка финансовых ресурсов и массовое изъятие вкладов населения осенью 2008 г. вынудили банки повсеместно повысить ставки по привлекаемым депозитам. Одновременно увеличилась стоимость кредитов, предоставляемых коммерческим банкам Банком России, что повлекло за собой рост ставок межбанковского рынка (см. рис. 11). Кроме того, повышение ссудного процента было обусловлено усилением кредитных рисков в экономике. В частности, в четвертом квартале 2008 г. из-за быстрого ухудшения финансового положения предприятий и снижения доходов населения банки столкнулись с двукратным увеличением объемов просроченной задолженности по выданным кредитам (см. рис. 12).



Источник: составлено по данным Банка России

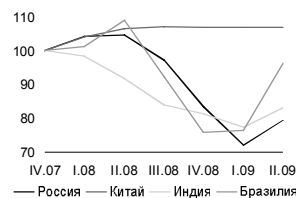
Рисунок 11. Динамика процентных ставок в экономике в 2008–2009 гг., % годовых



Источник: составлено по данным Банка России

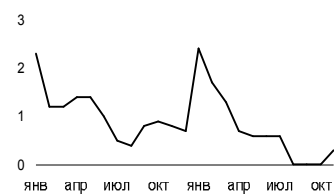
Рисунок 12. Динамика качества банковских активов в 2008–2009 гг.

На состояние кредитно-денежного рынка оказало также значительное влияние серьезное ослабление курса рубля. Его причинами стали спровоцированные кризисом существенное снижение экспортных доходов страны, заметное сокращение объемов притока зарубежных инвестиций в Россию и стремительный рост спроса резидентов и нерезидентов на иностранную валюту. Так, во второй половине 2008 г. иностранные активы резидентов увеличились сразу на 150 млрд долл., в том числе население приобрело наличной валюты на сумму более 30 млрд долл. В результате всего за полгода курс рубля к доллару упал на треть, причем масштабы его обесценения оказались наибольшими в сравнении с темпами падения национальных валют других стран БРИК (см. рис. 13). Быстрое снижение обменного курса привело к всплеску инфляции на внутреннем рынке, по-прежнему сильно зависящему от импорта потребительских товаров и продовольствия (см. рис. 14). Оно побудило также отечественных товаропроизводителей пересмотреть и сократить инвестиционные программы в связи с резким удорожанием промышленного импорта.



Источник: составлено по данным МВФ

Рисунок 13. Динамика курсов национальных валют стран БРИК к доллару в 2008–2009 гг., % (2007 г.=100%)



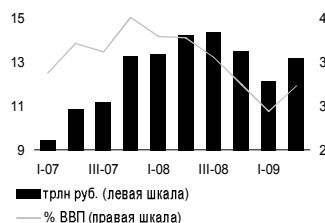
Источник: составлено по данным Росстата

Рисунок 14. Индекс потребительских цен в 2008–2009 гг., % к предыдущему месяцу

Одновременно девальвация рубля обусловила существенный рост долговой нагрузки на корпоративный сектор, чья внешняя задолженность к началу кризиса достигла 420 млрд долл., увеличившись за три предшествовавших кризису года в четыре раза. Итогом обесценения российской валюты

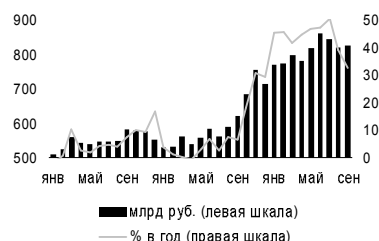
стало усиление девальвационных и инфляционных ожиданий в экономике, сопровождаемое активизацией процессов долларизации кредитно-денежного оборота.

Наконец, кризисные явления в мировых финансах, кардинально изменившие направление движения трансграничных потоков капитала, расстроили работу существующего в стране эмиссионного механизма и привели к заметному снижению уровня монетизации отечественной экономики. Масштабные интервенции, использованные Банком России для стабилизации ситуации на валютном рынке и ограничения валютных спекуляций, привели к изъятию значительного количества наличных и безналичных рублей из кредитно-денежного оборота (см. рис. 15). С сентября 2008 г. по начало 2009 г. денежная масса в стране уменьшилась более чем на 1 трлн руб., потеряв около 10% своего объема. Как результат, уровень монетизации экономики опустился с 38 до 32% ВВП, вернувшись к значениям трехлетней давности. Сжатие денежной массы сопровождалось расширением использования в хозяйственном обороте «денежных суррогатов» (прежде всего «расчетных» векселей предприятий), а также значительным ростом объемов просроченной кредиторской задолженности (см. рис. 16).



Источник: составлено по данным Банка России

Рисунок 15. Денежная масса в 2008–2009 гг.



Источник: составлено по данным Росстата

Рисунок 16. Просроченная кредиторская задолженность предприятий поставщикам в 2008–2009 гг.

Нынешний кризис предельно ясно высветил чрезмерно высокую зависимость и уязвимость кредитно-денежной системы страны перед внешней конъюнктурой и наглядно про-



демонстрировал ее серьезные структурные слабости, обусловленные в первую очередь огромным дефицитом внутренних источников финансирования экономического роста и недостатком в финансово-банковской сфере эффективных механизмов государственно-частного партнерства, всесторонне способствующих трансформации национальных сбережений в инвестиции. Принципиально изменив условия, в которых развивался кредитно-денежный рынок России все последние годы, внес существенные коррективы в модель экономического роста страны, лишив ее набирающего силу внутреннего спроса, дешевых денег и стабильного обменного курса. Кризис перечеркнул также усилия денежных властей по приданию рублю статуса полноценного средства расчетов и сбережений, показав, что отечественный бизнес и население по-прежнему слабо доверяют российской валюте. Кроме того, он заметно усугубил проблему финансирования малого и среднего предпринимательства в России, указав на необходимость внесения скорейших изменений в действующие механизмы кредитования экономики. Все это потребовало от государства оперативного пересмотра сложившейся практики денежно-кредитного регулирования и принятия срочных мер по обеспечению стабильности на финансово-банковском рынке.

### **Антикризисные меры финансовых властей**

Усилия государства по стабилизации ситуации в кредитно-денежной сфере были сконцентрированы на пяти основных направлениях:

- повышение уровня ликвидности банковской системы за счет увеличения объемов и сроков рефинансирования кредитных организаций, предоставления беззалоговых кредитов, расширения перечня принимаемых в залог при рефинансировании активов, уменьшения используемых для оценки их стоимости дисконтных ставок, снижения обязательных резервных требований

- к банкам, а также размещения части временно свободных бюджетных средств на депозитах в коммерческих банках;
- преодоление кризиса доверия в банковском секторе путем увеличения максимальной суммы страхового возмещения по банковским вкладам частных лиц с 400 до 700 тыс. руб., а также предоставления крупнейшим банкам-кредиторам гарантий частичной компенсации потерь по сделкам на межбанковском рынке;
  - укрепление капитальной и ресурсной базы системообразующих банков страны путем предоставления им через Внешэкономбанк субординированных кредитов, а также размещения на счетах банков и в их ценных бумагах средств госкорпораций;
  - предотвращение банкротства крупнейших кредитных организаций за счет оказания им адресной поддержки через Внешэкономбанк и Агентство по страхованию вкладов (АСВ);
  - оказание поддержки отечественному фондовому рынку посредством выделения Внешэкономбанку средств на приобретение ценных бумаг российских компаний и банков.

Общий объем помощи, предоставленной государством в конце 2008 г. – начале 2009 г. участникам кредитно-денежного рынка, превысил 5 трлн руб., составив около 10% ВВП (см. табл. 1). При этом характер и масштабы господдержки отечественного финансово-банковского сектора оказались во многом схожи с программами стабилизации национальных кредитно-денежных рынков развитых стран (см. табл. 2). Реализация государством в сжатые сроки широкого пакета антикризисных мер позволила восполнить острый дефицит банковской ликвидности, нормализовать работу межбанковского рынка, предотвратить массовый отток частных вкладов из банков и частично компенсировать им утрату доступа к внешним источникам финансирования. Масштабные вливания государственных ресурсов дали банкам возможность

в полном объеме исполнить имеющиеся обязательства, что помогло предотвратить волну банкротств, способную надолго парализовать работу кредитно-денежного рынка. Наконец, финансовая помощь, полученная банками от государства, могла быть использована для возобновления кредитования реального сектора экономики.

Таблица 1 Меры финансовых властей по поддержке кредитно-денежного рынка

Мера	Объем
Снижение нормативов обязательных резервов	380 млрд руб.
Увеличение объемов рефинансирования кредитных организаций	3 трлн руб.
Предоставление банкам субординированных кредитов	до 950 млрд руб.
Размещение в банках средств федерального бюджета	до 1 трлн руб.
Размещение в банках средств госкорпораций	до 400 млрд руб.
Увеличение уставного капитала государственных кредитных институтов (Внешэкономбанк, АИЖК, Россельхозбанк) и АСВ	410 млрд руб.
Адресная поддержка проблемных кредитных организаций	260 млрд руб.
Поддержка российского фондового рынка	175 млрд руб.

Источник: составлено по данным Правительства РФ, Минфина России, Банка России, информационных агентств.

Таблица 2 Антикризисные меры финансовых властей развитых стран и России

Меры	США	Евросоюз	Велико-британия	Япония	Канада	Австралия	Россия
Увеличение объемов рефинансирования	+	+	+	+	+	+	+
Удлинение сроков рефинансирования	+	+	+	+	+	+	+
Расширение видов обеспечения по кредитам	+	+	+	+	+	+	+
Расширение круга получателей кредитов	+		+	+	+	+	+
Сужение коридора процентных ставок	+	+	+				
Обмен менее ликвидных ценных бумаг в портфелях банков на более ликвидные	+		+	+	+		
Расширение гарантий по банковским депозитам	+	+	+	+		+	+
Пополнение капитала банков		+	+	+		+	+

Окончание табл. 2

Меры	США	Еврозона	Велико- британия	Япония	Канада	Австралия	Россия
Гарантии по долговым бумагам банков	+	+	+	+	+	+	
Выкуп активов	+	+	+	+	+	+	
Привлечение краткосрочных депозитов банков		+	+	+		+	+
Введение ограничений на короткие продажи	+	+	+		+	+	+
Изменение резервных требований			+				+
Начисление процентов по обязательным резервам	+			+			
Национализация банков	+	+	+				

Источник: составлено по данным Банка международных расчетов, Банка России.

Вместе с тем предпринятыми государством усилиями по стабилизации ситуации на кредитно-денежном рынке оказалось недостаточно, чтобы восстановить его полноценную работу. Прежде всего, малопродуктивной оказалась система банковского рефинансирования, запущенная в кризисной ситуации денежными властями. Из-за непродуманного механизма предоставления финансовой помощи значительный объем денежных средств, полученных банками от государства, был вовлечен не в кредитный оборот, а в спекулятивную игру против рубля на валютном рынке. Падение обменного курса только увеличивало приток ликвидности на валютный рынок, препятствуя расширению объемов кредитования экономики и насыщению реального сектора финансовыми ресурсами. Бесконтрольно накачивая банки деньгами, государство усиливало деструктивные процессы в кредитной сфере. Изменение характера активных банковских операций сопровождалось трансформацией структуры банковских пассивов. Ускоренный перевод предприятиями и населением средств на счетах и во вкладах в иностранную валюту привел к резкому сокращению рублевых остатков, доступных банкам для кредитования экономики. Преимущественно краткосрочный характер выделяемых государством ресурсов также существенно ограничивал возможность их вовлечения банка-

ми в инвестиционный оборот. В результате, несмотря на внушительный рост объемов банковского рефинансирования, реальный сектор продолжал испытывать кредитный голод.

В России в условиях кризиса были слабо задействованы и гарантийные механизмы поддержки кредитно-денежного рынка, которые могли бы способствовать притоку инвестиционных ресурсов в экономику, в частности гарантии по «длинным» пассивам, привлекаемым банками на рынке ценных бумаг, а также по долгосрочным банковским кредитам, предоставляемым отечественным предприятиям, прежде всего малому и среднему бизнесу. Кроме того, антикризисные меры финансовых властей практически не затронули процессы консолидации и укрепления банковского капитала, крайне важные с точки зрения повышения финансовой мощи и кредитной активности банковского сектора. Напротив, они привели к ослаблению конкуренции на банковском рынке, вызвав ощутимое усиление позиций госбанков, получивших наибольший объем финансовой помощи от государства.

Сжатие банковского кредита в стране во многом ускорило переход финансовых властей к политике «дорогих» денег. Увеличение ставки рефинансирования было предпринято ими с целью ограничения спекуляций на валютном рынке, повышения привлекательности рубля как средства сбережения и снижения темпов инфляции. Однако в условиях возросшей неопределенности данная мера не помогла стабилизировать обменный курс и ослабить девальвационные ожидания в экономике. Доля средств в иностранной валюте на счетах и во вкладах предприятий и населения продолжила расти. Более того, резкое удорожание кредита на фоне неуклонного снижения рентабельности производства еще больше сузило возможности предприятий по привлечению ссудного капитала и рефинансированию накопленной задолженности. Это, в свою очередь, осложнило их и без того непростое финансовое положение, обострило проблему «плохих» долгов и, как следствие, обернулось дальнейшим снижением устойчивости банковского сектора. Таким образом, антикризисные меры

финансовых властей, позволившие, с одной стороны, предотвратить системный банковский кризис, с другой — стали своего рода катализатором процесса сворачивания кредитной активности в экономике.

Анализ динамики роста основных показателей кредитно-денежного рынка показывает, что положительный эффект от постепенного снижения инфляции, обусловленный переходом к политике высоких процентных ставок, оказался полностью перекрыт ускорившимся в результате ее проведения падением объемов производства и инвестиций, а также ухудшением состояния банковского сектора. Ситуация, сложившаяся в экономике и денежно-кредитной сфере, настойчиво требует снижения процентных ставок в экономике. Однако связанные с политикой «дешевых» денег риски дальнейшего ослабления курса рубля, роста долларизации экономики и ускорения инфляции обуславливают необходимость принятия финансовыми властями дополнительных мер по усилению контроля за использованием предоставляемых банкам ресурсов с тем, чтобы они не вовлекались в спекулятивную игру на валютном рынке. Одновременно серьезные коррективы должны быть внесены в механизмы банковского рефинансирования. Вместо необеспеченных кредитов банкам, объем которых превышает сегодня 500 млрд руб., должны появиться операции по переучету векселей стратегических и градообразующих предприятий, которые помогут придать выделяемым государством ресурсам целевой характер. При таком подходе не предприятия будут конкурировать между собой за получение кредита, а банки — за его предоставление. Однако одних мер денежно-кредитной политики может оказаться недостаточно для преодоления негативных тенденций в развитии финансово-банковского сектора. В этой связи инструментарий монетарной политики требует дополнения мерами, которые максимальным образом способствовали бы развитию системы финансового посредничества в России и увеличению объемов инвестиционного кредитования отечественной экономики.

## Приоритетные направления развития кредитно-денежного рынка

Глобальный финансовый кризис предельно ясно высветил основные «болевые точки» отечественного кредитно-денежного рынка, продемонстрировав его чрезмерную зависимость от притока иностранного капитала, слабость капитальной и ресурсной баз отечественных кредитных организаций, а также неразвитость механизмов государственно-частного партнерства в финансово-банковской сфере, активно применяемых многими странами для стимулирования экономического роста. Очевидно, что динамика и качество роста национального кредитно-денежного рынка в посткризисный период будут в определяющей степени зависеть от устранения этих структурных диспропорций.

Современный кризис четко показал риски чрезмерной зависимости российских банков от международных заимствований, при которой доступность кредитов, особенно долгосрочных, для предприятий и населения определяется преимущественно конъюнктурой глобальных рынков капитала. В России до кризиса менее половины всех ссуд сроком более 3-х лет фондировалось за счет внутренних источников, остальные финансировались за счет привлечения иностранных кредитов. Сегодня из-за спровоцированного кризисом снижения объемов притока средств предприятий и населения в банки проблема поиска источников финансирования инвестиций становится еще более острой. По данным Банка России, разрыв между длинными кредитами, предоставленными банками экономике, и привлеченными у предприятий и населения долгосрочными депозитами достиг в первом квартале 2009 г. 2,6 трлн руб., увеличившись по сравнению с началом 2008 г. почти в 2 раза. При существующей структуре банковских пассивов предприятия и население выступают нетто-заемщиками российских банков, тогда как в других странах БРИК – их нетто-кредиторами. Трудности с привлечением капитала внутри страны выступают также одним из главных факторов

низкой капитализации отечественных банков, вследствие которой лишь каждая шестая кредитная организация в России способна выдать ссуду объемом более 300 млн руб. исходя из норматива риска на одного заемщика.

В посткризисный период ключевой задачей государства становится формирование условий, способствующих всемерному укреплению его ресурсной и капитальной базы, прежде всего за счет вовлечения в кредитно-денежный оборот частных сбережений и временно свободных ресурсов государства. Сегодня на руках у населения находится в наличной форме более 50 млрд долл. и около 1 трлн руб. неорганизованных сбережений. Увеличению притока средств населения на счета и во вклады способствовали бы, в частности, следующие меры:

- Во-первых, формирование системы долгосрочных (не менее 5 лет) жилищно-накопительных вкладов, которая позволяла бы гражданам, планирующим приобрести жилую недвижимость, накапливать в течение нескольких лет средства на банковском депозите, а по истечении срока вклада в дополнение к его сумме получать льготный ипотечный кредит своего банка и совершать необходимую покупку (для обеспечения успешного функционирования данной системы можно было бы, в частности, довести размер государственного страхового покрытия по таким вкладам до уровня, соответствующего хотя бы половине текущей среднерыночной стоимости двух-трехкомнатной квартиры в России, то есть примерно до 1,5–2 млн руб., а также запустить государственную программу субсидирования части процентных ставок по предоставляемым в рамках указанной системы ипотечным кредитам).

- Во-вторых, создание условий для расширения выпуска ведущими банками страны ценных бумаг с фиксированной доходностью для населения (сберегательных сертификатов, облигаций), в том числе за счет распространения на эти бумаги действующих правил государственного страхования банковских вкладов.

- В-третьих, организация ведущими российскими банками национальной карточной платежной системы, позво-



ляющей населению за счет повсеместного развития эквайринга, терминальных сетей и дистанционного обслуживания шире использовать банковские карты для повседневных расчетов, что естественным образом содействовало бы постепенной трансформации наличного денежного оборота в безналичный.

- Наконец, стимулирование развития негосударственных пенсионных фондов в России за счет введения обязательной системы страхования пенсионных накоплений граждан в этих фондах (по аналогии с системой страхования банковских вкладов). Это способствовало бы переводу средств «молчунов», чьи пенсионные накопления сегодня управляются Внешэкономбанком и инвестируются в крайне ограниченный перечень активов, в частные фонды. Последние размещают средства в значительно более широкий спектр финансовых инструментов, включая банковские депозиты и облигации.

В свою очередь, более активному вовлечению в кредитно-денежный оборот временно свободных ресурсов государства способствовало бы всемерное развитие практики инвестирования в банковские инструменты (депозиты, облигации, ипотечные ценные бумаги, акции) средств государственных корпораций и институтов развития, Фонда национального благосостояния, Инвестиционного фонда РФ, Пенсионного фонда РФ. Кроме того, давно назрел вопрос о внесении в инвестиционную декларацию Внешэкономбанка изменений, которые позволили бы размещать часть средств пенсионных накоплений, формируемых в пользу граждан, не воспользовавшихся правом выбора инвестиционного портфеля (управляющей компании), в ценные бумаги российских банков. Государство могло бы также сыграть важную роль в укреплении капитальной базы российских банков за счет увеличения объема предоставляемых им через Банк развития субординированных кредитов, а также создания правовых условий для выпуска кредитными организациями так называемых бессрочных долговых бумаг, которые могли бы включаться в их добавочный капитал. Подобные бумаги уже давно

обращаются на глобальных финансовых рынках, выступая важным инструментом размещения ресурсов для компаний страхования жизни, пенсионных фондов, суверенных инвестиционных фондов и некоторых других финансовых институтов с длительным горизонтом инвестирования.

Как показывает мировой опыт, наличие эффективных механизмов государственно-частного партнерства (ГЧП) в финансово-банковской сфере выступает одним из важных факторов успешного развития кредитно-денежного рынка и увеличения объемов инвестиционного финансирования национальной экономики. Благодаря им у банков появляется возможность укрепить свою капитальную и ресурсную базу, нарастить объемы активных операций, снизить кредитные риски, а у государства – увеличить приток инвестиций в приоритетные отрасли, расширить внутреннее потребление, стимулировать рост и повысить устойчивость самого банковского сектора. В итоге возникает мощный синергетический эффект, обеспечивающий кардинальное улучшение инвестиционного климата в стране. В России механизмы ГЧП в финансово-банковской сфере начали складываться лишь в середине 2000-х гг., когда была активизирована деятельность Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), образованы Инвестиционный фонд РФ и Банк развития. Глобальный кризис невольно сыграл роль катализатора этого процесса, существенно расширив взаимодействие государства и финансовых институтов. В частности, государство впервые предоставило ведущим банкам страны крупные субординированные кредиты (в размере более 700 млрд руб.), а также разместило в них средства госкорпораций (на сумму около 400 млрд руб.), которые были использованы для наращивания объемов кредитования реального сектора. Одновременно были выделены значительные бюджетные средства на пополнение уставного капитала Внешэкономбанка (75 млрд руб.) и АИЖК (60 млрд руб.), участвующих в рефинансировании ипотеки и кредитов малому бизнесу. Системообразующим банкам были предоставлены также гарантии частичной ком-

пенсации потерь по кредитным операциям на межбанковском рынке, что в немалой степени способствовало его скорейшему восстановлению в период кризиса. Кроме того, государство предприняло шаги по повышению доступности банковских кредитов для отдельных секторов экономики (сельского хозяйства, автомобилестроения, транспортного машиностроения, малого бизнеса) посредством полного или частичного субсидирования процентных ставок по ссудам.

Сегодня требуется дальнейшее всемерное развитие механизмов ГЧП в финансово-банковской сфере. Основными направлениями ГЧП могли бы стать, во-первых, совместное участие банков и государства в реализации приоритетных инвестиционных проектов, связанных с развитием транспортной и жилищно-коммунальной инфраструктуры, энергетики, оборонно-промышленного комплекса, АПК, инновационных отраслей; во-вторых, всемерное развитие социально значимых видов кредитования, в том числе в сфере жилищного строительства и ипотеки, малого бизнеса, образования; в-третьих, использование государством на постоянной основе свободных финансовых средств для укрепления ресурсной и капитальной базы отечественных банков.

Расширению взаимодействия финансовых институтов и государства способствовало бы более активное внедрение в России таких высокоэффективных форм ГЧП, как предоставление государственных гарантий по банковским кредитам, софинансирование крупных инвестиционных проектов, создание совместных («гибридных») фондов, в частности венчурных и прямых инвестиций, субсидирование процентных ставок по банковским ссудам, рефинансирование стандартных видов ссуд путем их выкупа у банков. Как показывает зарубежный опыт, гарантийные механизмы имеют ряд несомненных преимуществ по сравнению с другими формами ГЧП. Традиционно они являются наименее затратными для государства, не требуют немедленного отвлечения бюджетных средств и позволяют привлечь в национальную экономику инвестиции, в пять–шесть раз превышающие размер

создаваемых государством гарантийных фондов или открываемых линий. Указанные достоинства гарантийных механизмов обеспечили их широкое применение в большинстве ведущих стран. Так, в ряде государств, например в Индии, общий объем предоставленных госгарантий по банковским кредитам сегодня достигает 10–15% ВВП. В России значение этого показателя пока не превышает 1,5%. В этой связи более активное задействование государством возможностей, предоставляемых гарантийными механизмами, может стать в посткризисные годы одним из главных факторов, обеспечивающих ускоренный рост банковского кредитования национальной экономики и социальной сферы. В том числе таких значимых секторов и направлений, как малый и средний бизнес, венчурные проекты, образование.

Как показывает зарубежный опыт, в частности опыт стран Западной Европы, ключевую роль в реализации механизмов ГЧП играют национальные банки развития (НБР), являющиеся наиболее эффективными проводниками государственных инвестиций в экономику. В Германии, Испании, Норвегии, Швеции, Чехии, Венгрии, Польше эти государственные институты стали неотъемлемым инструментом государственной экономической политики, которым принадлежит ведущая роль в финансировании приоритетных отраслей и программ структурной перестройки экономики. НБР восполняют нехватку долгосрочных инвестиционных ресурсов в экономике и обеспечивают возможность реализации проектов, коммерческое финансирование которых затруднено из-за более высоких рисков, длительного срока окупаемости, низкой доходности и необходимости значительных стартовых капиталовложений. Опыт стран Западной Европы показывает, что, несмотря на развитие системы коммерческих банков и других институтов финансового посредничества, НБР по-прежнему играют активную роль в решении важнейших экономических и социальных проблем. Работая с капиталоемкими инвестиционными проектами, НБР дополняют деятельность коммерческих банков и стимулируют их к инвестицион-

ному кредитованию экономики. При этом деятельность НБР несколько не противоречит принципам рыночной экономики. Так, Европейская комиссия, выступающая за последовательное дерегулирование и дебиюрократизацию экономики Европейского союза, признала правомерность существования НБР как инструмента государственной структурной политики в условиях рынка.

В качестве примера можно привести деятельность НБР Германии и Чехии. Германский банк развития (Kreditanstalt für Wiederaufbau – KfW) образован в 1948 г. Его основными задачами являются кредитная поддержка малого и среднего предпринимательства, а также содействие развитию инфраструктуры, жилищного строительства и экспорта. Ежегодные объемы финансирования банком экономики достигают 100 млрд долл., или 4% ВВП. Государство гарантирует все долговые обязательства банка, что позволяет ему привлекать значительные ресурсы на финансовых рынках. При кредитовании конечных заемщиков KfW действует через систему коммерческих банков, с которыми разделяет кредитные риски. Кредитные риски по ссудам делятся между государством, самим KfW и обслуживающими банками. При такой схеме коммерческие банки не рассматривают KfW в качестве конкурента, а только используют его возможности для развития кредитных операций. Банк входит в десятку ведущих немецких банков, а объем его активов, в которых доля кредитов составляет более 80%, превышает 500 млрд долл.

Чешско-моравский банк гарантий и развития создан в 1992 г. для содействия развитию малого и среднего бизнеса, участия в реализации государственной жилищной программы (в форме предоставления льготных кредитов на жилье), стимулирования национального экспорта и финансирования инфраструктурных проектов. Капитал банка сформирован за счет взносов государства (59%) и крупных чешских коммерческих банков (41%). Поддержка малого и среднего бизнеса осуществляется в основном за счет предоставления предпринимателям гарантий под средне- и долгосрочные инвестици-

онные кредиты. Величина гарантий может достигать 70% от объема кредита. При этом больше всего гарантий получают региональные инвестиционные проекты, реализуемые в наиболее отсталых районах страны.

Представляется, что в России ключевая роль в реализации механизмов ГЧП в посткризисный период также должна принадлежать государственным институтам развития. На федеральном уровне их система к настоящему моменту в целом сформирована, в дальнейшем может потребоваться дополнительная капитализация и «точечная» функциональная настройка отдельных институтов, призванная, в частности, повысить эффективность их взаимодействия с коммерческими банками. В частности, для увеличения объемов социально значимых видов банковского кредитования, таких как ипотека и финансирование малого бизнеса, было бы целесообразно ввести систему обязательных лимитов, которые гарантировали бы кредитным организациям, работающим по стандартам АИЖК и других участвующих федеральных институтов, минимальный объем рефинансирования операций в течение установленного периода.

Повышение финансовой мощи и рост кредитной активности банков невозможны без решения проблемы чрезмерной распыленности банковского капитала. Из 1100 российских кредитных организаций лишь каждая десятая располагает собственным капиталом в 100 и более млн евро – уровнем небольшого европейского банка. В то же время у каждого третьего отечественного банка капитал не превышает 5 млн евро. Столь значительное количество мелких институтов резко снижает эффективность всей системы финансового посредничества в России, поскольку у небольших кредитных организаций доля неработающих активов в среднем втрое выше, чем у ведущих банковских институтов. Развитие процессов консолидации в банковском секторе России долгое время сдерживалось весьма либеральным характером национального регулирования банковского капитала, не предусматривавшего требований к минимальному размеру собс-

твенных средств действующих кредитных организаций. В этой связи принятие в начале 2009 г. поправок в закон «О банках и банковской деятельности», устанавливающих такие нормы, является хотя и жесткой, но абсолютно правильной и необходимой мерой, которая должна помочь очистить отечественный банковский сектор от слабых, недокапитализированных кредитных институтов, а также существенно повысить его финансовую устойчивость и международную конкурентоспособность. Одновременно государство с целью стимулирования процессов концентрации и централизации национального банковского капитала заметно упростило юридические процедуры слияния кредитных организаций. В частности, теперь юридические лица-кредиторы объединяющихся банков имеют возможность требовать от них досрочного исполнения или прекращения обязательств, только если такое право требования им предоставлено заключенными договорами с указанными банками, а не в безусловном порядке, как было ранее. Представляется важным, чтобы взятый государством курс на консолидацию банковского капитала в России был продолжен и в последующие годы. Этому, прежде всего, способствовало бы дальнейшее поэтапное повышение требований к минимальному размеру капитала действующих банков до 15–20 млн евро, что соответствовало бы регулятивной практике, существующей во многих других странах с развивающимися рынками (табл. 3). Кроме того, власти могли бы стимулировать совершение наиболее значимых для развития национального финансового сектора сделок слияния и поглощения отечественных кредитных организаций, в том числе путем предоставления им субординированных кредитов и иных форм господдержки.

Таблица 3 Требования к минимальному размеру собственного капитала кредитных организаций в России и других странах с развивающимся рынком

Страна	Размер капитала
Россия	180 млн руб. (около 4 млн евро)
Азербайджан	25 млн долл.

Окончание табл. 3

Страна	Размер капитала
Белоруссия	10 млн евро
Казахстан	12 млн евро
Украина	10 млн долл.
Бразилия	17,5 млн реалов (около 6 млн евро)
Китай	1 млрд юаней (около 110 млн евро)
Индия	3 млрд рупий (около 45 млн евро)
Венгрия	2 млрд форингов (около 7 млн евро)
Чехия	500 млн крон (около 19 млн евро)

Источник: составлено по данным центральных банков

Темпы восстановления отечественного кредитно-денежного рынка, особенно в ближайшие месяцы, будут во многом зависеть от успешного решения проблемы «плохих» долгов, вызванной быстрым ростом просроченной ссудной задолженности предприятий и населения. Ее суммарный объем уже превышает 800 млрд руб., достигая четверти всего капитала российской банковской системы. За первую половину 2009 г. ее уровень удвоился, увеличившись до 4% суммарного кредитного портфеля банков. Доля проблемных ссуд в общем объеме выданных банками кредитов выросла за тот же период до 6%. Даже по наиболее оптимистичным оценкам, к концу 2009 г. уровень просроченной задолженности может достичь 10–12% кредитного портфеля банковского сектора, а уровень проблемных долгов – 12–15%. В настоящее время денежными властями и банковским сообществом предпринимаются меры по повышению финансовой дисциплины и усилению правовой ответственности заемщиков, а также совершенствованию процедур контроля за кредитными рисками. Одновременно банки активно наращивают резервы на возможные потери по ссудам, размер которых с начала 2009 г. вырос более чем в 1,5 раза – до 1,5 трлн руб. Государство, со своей стороны, выражает готовность в случае необходимости предоставить кредитным организациям достаточные средства для докапитализации. Однако принятый недавно закон «Об использовании государственных ценных бумаг РФ для повышения капитализации кредитных организаций» может оказаться недостаточно эффективным, если в процессе его



реализации будут ограничены круг участвующих в программе повышения капитализации банков и их права по обратному выкупу переданных государству долей в капитале, не будут сокращены сроки рассмотрения заявок банков о докапитализации, а также ускорена процедура эмиссии привилегированных акций. Наряду с процедурой докапитализации кредитных организаций важный вклад в решение проблемы «плохих» долгов способен внести механизм временного выкупа проблемных активов у банков государством через специальный финансовый институт, ярким примером которого является Корейская корпорация управления активами.

Кризис также обнаружил острую нехватку механизмов, способных эффективно противодействовать такому негативному явлению, как бегство капитала из страны. В условиях благоприятной внешней конъюнктуры и массированного притока в Россию иностранных инвестиций его деструктивное влияние на экономику, несмотря на существенно возросшие объемы вывода финансовых активов за рубеж, было ограниченным. В кризисной ситуации, когда из-за резкого сокращения притока зарубежных инвестиций в экономику существенно ослабла ресурсная база ее роста, массовое бегство капитала стало представлять серьезную угрозу экономической безопасности страны. В 2008 г. его масштабы превысили 50 млрд долл., достигнув седьмой части всех капиталовложений, направленных в отечественную экономику в данном году. Основными каналами утечки капитала оставались сокрытие экспортной выручки, оплата несуществующего импорта, предоставление фиктивных займов, а также проведение подложных операций с ценными бумагами.

Представляется, что решению проблемы бегства капитала из страны могли бы способствовать прежде всего продуманная государственная политика в сфере экспорта национального капитала и повышение эффективности системы валютного контроля. Как известно, в России до сих пор отсутствует закон, регулирующий вопросы вывоза национального капитала за рубеж. В этом законе должны были бы

найти отражение меры по всемерной поддержке экспорта капитала в форме прямых инвестиций, а также противодействию нелегальному вывозу капитала из страны. Очевидно также, что ни одна система валютного контроля не станет эффективной, пока не будет применяться наказание к нарушителям валютного законодательства. В связи с этим важно, чтобы борьба с нелегальным вывозом капитала носила показательный характер и оказывала психологическое давление на тех, кто участвует в незаконных валютных операциях. В рамках действующего валютного законодательства также представляется возможным предпринять ряд мер, направленных на сокращение каналов вывоза капитала из страны. В частности, было бы целесообразно ограничить корреспондентские отношения российских кредитных организаций с банками из оффшорных зон. Правильным было бы также установление запрета на использование более чем одного банка-корреспондента для перечисления средств за границу по одному обязательству. Важную роль могло бы сыграть и требование об обязательном поручительстве банков за перевод средств своих клиентов за границу. Последнее предполагает осведомленность банка о бизнесе и источниках доходов своих клиентов и высокую степень ответственности за услуги по переводу средств за границу, так как при выявлении нарушений валютного законодательства банк будет нести перед государством солидарную ответственность со своими клиентами.

Современный кризис выявил многие слабые места в области регулирования и надзора за финансово-банковской деятельностью. Ослабление контроля за операциями банков способствовало усилению дисбалансов и накоплению значительных рисков в кредитно-денежной сфере, способствовавших быстрому распространению кризисных явлений в экономике. При этом усилия государства по предотвращению банкротств и санации отдельных банков ведут к снижению ответственности собственников и менеджеров кредитных организаций за результаты своей работы. Все это демонс-

трирует необходимость существенного повышения качества регулятивных функций государства в целях обеспечения долгосрочной стабильности национального кредитно-денежного рынка. Построение более совершенной системы регулирования и надзора за финансово-банковской деятельностью предполагает использование более гибких механизмов регулирования финансовых организаций и рынков. Такие механизмы призваны смягчать последствия цикличности развития экономики, способствовать созданию возможностей для раннего предупреждения кризисов путем организации на национальном уровне систем макропруденциального надзора, обеспечивать максимальную прозрачность деятельности банков и финансовых организаций и формирование системы стимулов к рациональному поведению участников финансовых рынков, в том числе путем пересмотра практики вознаграждения топ-менеджеров в финансовых институтах.

Важную роль в рассматриваемой системе будет играть изменение подходов к регулированию собственного капитала банков. Существующие подходы к организации пруденциального контроля в этой области не обеспечили наличия у банков достаточной капитальной базы, которая позволила бы им относительно спокойно пережить период нестабильности. Формально располагая до начала кризиса необходимым капиталом, многие банки по мере дестабилизации финансовых рынков и нарастания кредитных потерь столкнулись с проблемой острого дефицита собственных средств, решить которую они вряд ли способны без привлечения государственных инвестиций. Это свидетельствует о необходимости серьезного усиления в посткризисный период требований к уровню достаточности и порядку формирования банковского капитала с целью повышения стрессоустойчивости кредитных организаций. Еще одним «слабым звеном» общепринятых подходов к регулированию банковского капитала выступает их проциклический характер. Действующий сегодня в России порядок регулирования, который предусматривает единый, не зависящий от состояния экономической конъюнктуры,

механизм расчета достаточности собственных средств кредитных институтов, не позволяет сглаживать негативные последствия, возникающие для банковского сектора вследствие цикличного характера развития экономики и финансовых рынков. В условиях подъема рынков этот порядок способствует росту кредитных операций и активов банков. Однако при возникновении кризисных явлений в экономике и финансах, когда риски и потери по банковским активам нарастают, он, напротив, ведет к резкому сворачиванию активности кредитных институтов, вынужденных поддерживать установленные нормативы достаточности капитала. Это, в свою очередь, провоцирует дальнейшее ухудшение ситуации в экономике и в самой банковской системе. Как показал кризис, ключевыми мерами по изменению практики регулирования собственного капитала банков должны стать, во-первых, повышение по мере роста внутренней финансовой стабильности требований к качеству и достаточности банковского капитала, особенно первого уровня, во-вторых, установление более жестких требований к капиталу кредитных организаций, инвестирующих в сложные финансовые инструменты, а также располагающих крупными забалансовыми обязательствами и значительными вложениями в ценные бумаги, приобретаемыми с целью перепродажи, в-третьих, использование гибких, контрциклических механизмов определения достаточности банковского капитала, предусматривающих повышение требований к капиталу на этапе роста экономики, что будет ограничивать риски возникновения кредитных «пузырей» и их снижения в период спада и позволит поддержать кредитно-инвестиционную активность банков на стабильном уровне.

Еще одним значимым направлением перестройки действующей системы банковского регулирования и надзора должно стать усиление требований к уровню ликвидности кредитных организаций. Трудности многих банков в период кризиса были вызваны тем, что они располагали слишком малым объемом высоколиквидных активов, в первую очередь денежных средств и государственных ценных бумаг, которые

могли бы быть использованы как эффективная «подушка безопасности» в условиях усиления рыночной нестабильности. Вместо того, чтобы держать эти активы, банки предпочитали наращивать объемы кредитования экономики и портфели корпоративных ценных бумаг, рассчитывая при необходимости на межбанковские кредиты. Данная политика банков, однако, не оправдалась: в разгар кризиса межбанковский рынок оказался парализован, и кредитным институтам не удалось привлечь финансирование, что обусловило возникновение острого дефицита наличных средств для выполнения обязательств. Учитывая этот негативный опыт, требуется разработка более совершенных процедур управления рисками ликвидности, предусматривающих в том числе создание банками достаточного запаса высоколиквидных активов. Кроме того, пересмотра требует сложившаяся практика вознаграждения топ-менеджеров банков и финансовых компаний. В соответствии с ней размер получаемых руководителями премий и бонусов напрямую зависит от текущих доходов возглавляемых ими организаций. Это зачастую стимулирует управляющих к проведению рискованной кредитно-инвестиционной политики, ориентированной в первую очередь на наращивание краткосрочной прибыли институтов, а не обеспечение их долгосрочной стабильности. В этой связи целесообразно увязывать размер вознаграждения с изменением уровня рисков организации (в том числе рисков ликвидности и стоимости капитала), вызванным проводившейся руководителем инвестиционной политикой. Представляется, что последовательное внедрение указанных принципов в практику деятельности финансовых институтов и их национальных регуляторов будет способствовать более рациональному поведению участников кредитно-денежного рынка, сокращению объемов спекулятивных операций и в целом укреплению стабильности финансово-банковской системы.



О.А. Ярёменко\*

Тенденции  
посткризисного  
развития финансовых  
институтов

Современный кризис — это знаковое явление, не столько с точки зрения его уникальных масштабов, сколько — глубоких качественных изменений, которые припались на сжатый промежуток исторического времени. В начале 2009 г. ситуация в экономике приобрела характер стремительных разнонаправленных разрушительных процессов. Острота кризисных явлений требует от государственных органов незамедлительных действий. Однако недостаточное внимание обращается, на наш взгляд, еще на одну угрозу: реальную возможность принятия таких мер, которые могли бы углубить или возобновить диспропорции и разрывы, породившие этот кризис.

Ситуативные и недостаточно согласованные антикризисные реакции правительств, банков, корпораций могут сами по себе стать мощным фактором неопределенности и хаотизации хозяйственной системы. Поэтому, несмотря на призывы МВФ не искать виноватых<sup>45</sup>, необходимо проанализировать глубинные причины этого явления, выявить наиболее активных субъектов, действия которых способ-

---

\* Ярёмко Олег Леонидович — д.э.н., профессор, ведущий научный сотрудник Института экономики и прогнозирования НАН Украины.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке НАН Украины в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 14-08/08-02-91205 а/У.

45. «Не занимаясь поисками виноватых в этом кризисе, полезно задаться вопросом, почему работчики политики не сумели отвести нависшую угрозу», — призывают специалисты МВФ. См.: Доклад специалистов МВФ от 6 марта 2009 года (<http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/survey/so/2009/pol030609ar.pdf>).



ствовавали возникновению глобального кризиса, очертить его исторический смысл и спрогнозировать, хотя бы приблизительно, тенденции создания новой, более сбалансированной системы. Только в этом случае можно отойти от ситуативных хаотических действий и начать формирование сознательной и последовательной стратегической политики.

Целью данной статьи является установление в общем виде причин и следствий глобального кризиса с точки зрения его влияния на хозяйственную систему Украины.

Кризис в Украине обусловлен действием совокупности внешних и внутренних шоков, к которым национальная экономика оказалась неготовой. Это связано с незавершенностью ряда важных процессов рыночной трансформации, узостью внутреннего рынка, сильной зависимостью от внешней конъюнктуры, низким уровнем экономического суверенитета в условиях ускоренных темпов монетизации и изменения валютного курса, опережающим ростом финансового сектора в отрыве от реального, отсталой структурой экономики и ее избыточной энергоемкостью.

В условиях стабильного развития мировой экономики высокая внешняя зависимость на стадии быстрого развития рынков поначалу компенсирует институциональную, технологическую и структурную отсталость, создавая своеобразный рычаг ускоренного роста. Однако ускоряющее действие этого рычага в любой момент может превратиться в тормозящее, если мировой тренд роста сменится трендом рецессии. Насыщение финансовыми ресурсами отсталых отраслей и предприятий отвлекает хозяйственную систему от необходимости структурных сдвигов, создает иллюзию благополучия и основания для социального популизма. Все это делает экономику крайне уязвимой по отношению к любым колебаниям спроса и предложения.

Для определения путей выхода из кризиса важно иметь четкие представления о соотношении его эндогенных и экзогенных факторов. Есть несколько подходов к установлению причин нынешнего глобального финансового кризиса. Существует

точка зрения, что главной причиной стала ценовая политика стран ОПЕК, которая, с одной стороны, обеспечила им сверхвысокие доходы, а с другой — заставила страны-потребители энергоресурсов (в первую очередь — США) компенсировать ухудшение своих платежных балансов эмиссией платежных средств, что и повлекло искажение пропорций мировых финансовых рынков<sup>46</sup>. По логике такой концепции, причины кризиса были полностью нейтрализованы уже осенью 2008 г. Тогда не понятно, почему же кризис углубляется в 2009 г.

Довольно часто причиной кризиса называют его отдельные проявления, например, избыточный рост ипотечного кредитования в США в последние десятилетия<sup>47</sup>. Однако в этом случае кризис не смог бы так быстро стать глобальным. Кто-то корень зла видит в деривативах<sup>48</sup>. Некоторые экономисты считают, что причиной кризиса стала избыточная либерализация финансовых рынков, которые без государственного контроля и надзора продемонстрировали склонность к получению доходов любой ценой. Иными словами, в кризисе виноваты рынки, а не государство. Такая логика, на наш взгляд, является ограниченной и фрагментарной, так как раскрывает только отдельные аспекты кризисных процессов в отрыве от исторического содержания колоссальных изменений, которые уже происходят.

В то же время появляются и более глубокие аналитические оценки причин и природы глобального финансового кризиса. Они отводят особое место регулирующей роли

- 
46. Например, руководитель одной из крупнейших инвестиционных компаний мира — «Nomura Securities International» — Дэвид Реслер заявил: «Я не считаю, что Уолл-стрит породила мировой кризис — я убежден, что глобальная экономика не выдержала беспрецедентного роста цены на нефть, подскочившей до \$150 за баррель... Если хотите кого-то винить, то вините эгоизм нефтяных экспортеров, которые стали таранить стены экономической системы, не успевавшей адаптироваться к очередному скачку, разрушая целые отрасли, как например, автомобилестроение». См.: <http://subscribe.ru/digest/economics/kris/n70958209.html>.
47. См.: Цухведиани В. Причины глобального ипотечного кризиса в мире кроются в изменении психологии заемщиков ([http://bin.com.ua/templates/analitic\\_article.shtml?id=68531](http://bin.com.ua/templates/analitic_article.shtml?id=68531)).
48. См.: Госьков С. Деривативы — основная причина глобального кризиса ([http://crisis-in-russia.blogspot.com/2008/12/blog-post\\_2164.html](http://crisis-in-russia.blogspot.com/2008/12/blog-post_2164.html)).

риска и противоречивым влияниям на глобальные финансы некоторых финансовых новаций, например, механизмов секьюритизации так называемых плохих активов банковской системы<sup>49</sup>. Некоторые авторы обратили внимание на неспособность институтов (гражданских, государственных, корпоративных) интегрировать и координировать деятельность глобальных субъектов, использующих инновационные технологии для глобального перераспределения ресурсов и доходов в своих интересах<sup>50</sup>.

Вряд ли целостное представление о причинах, логике распространения и последствиях глобального кризиса можно получить в условиях, когда некоторые важные кризисные процессы только начинают разворачиваться. Но некоторые принципиальные суждения можно высказать уже сегодня.

Во-первых, нынешний глобальный кризис в определенном смысле является закономерным. В рыночной системе кризисы вообще неизбежны, это один из основных признаков жизнедеятельности развитой рыночной экономики. Однако успехи антициклической политики последних лет породили иллюзию о возможности монотонного роста экономики на больших интервалах без спадов и нежелательных резких подъемов. Этому способствовали детализированные макроэкономические модели, внедренные в деятельность государственных регуляторов, стабилизация темпов экономического роста за счет включения в мировую торговлю переходных

---

49. См.: Глобальный кризис, его российское преодоление и реакция федеральных властей (размышления и оценки М. Ершова, С. Глазьева, Р. Гринберга и О. Дмитриевой) // Российский экономический журнал. 2008. № 9–10. С. 3–16; Пахомов Ю., Пахомов С. Мировой финансовый кризис: цивилизационные истоки // Экономист. 2009. № 2. С. 37–42.

50. «Есть кризис институтов. Вместе с кризисом пропорций. Это очень тесно связано. Если бы не было институционального кризиса, система работала бы нормально и не допустила бы такого уровня диспропорций. Кризис выявил, что институциональная система является абсолютно негодной. Правительство не контролирует то, что должно, и контролирует то, что не должно. Участники рынка себя не контролируют. Институты, которые должны организовывать рынок, переродились, или играют не ту роль, или просто не выполняют свою работу, или их работа блокирована участниками рынка». См.: Вальдман А. Дело приняло очень серьезный оборот (<http://www.polit.ru/analytics/2009/03/19/valdman.html>).

экономик Европы и Азии, успешная практика инфляционного таргетирования. Дестабилизирующие импульсы, способные отклонять макроэкономические показатели, своевременно выявлялись и нейтрализовывались с помощью тщательным образом обоснованного тонкого манипулирования краткосрочными процентными ставками.

Но в экономике за все нужно платить. Не обращалось внимания на исключительно важную функцию кризисов – выявление и ликвидацию диспропорций, структурное оздоровление, институциональные коррекции, интенсивную апробацию и ограничение инноваций. Поэтому в последнее время наблюдалось накопление излишних институциональных звеньев, слабых конструкций, гипертрофированное развитие отдельных рынков. Рано или поздно этот потенциал должен был выплеснуться в виде разрушительных колебаний с высокой амплитудой.

Во-вторых, нынешний кризис имеет очевидную институциональную основу. Быстрая финансовая глобализация не была бы возможной без создания специальных институциональных условий снижения или полного устранения оценки риска из процедур принятия инвестиционных решений. Информационные технологии уже в начале 90-х годов прошлого века создали предпосылки для циркуляции глобальных финансовых потоков, но риски инвестирования в институционально неопределенной среде оставались очень высокими. Только благодаря новым финансовым институциям (хедж-фонды, страховые компании-монолайнеры и т.п.) и сложным финансовым инструментам субъекты получили возможность снижать риск до таких масштабов, которыми можно было пренебречь при оценке привлекательности глобальных направлений и форм инвестирования<sup>51</sup>.

Однако риск как таковой является не менее важным регулятором пропорций рынка, чем цены и прибыльность.

---

51. См.: Энгдаль У.Ф. Финансовое цунами: Секьюритизация активов – последнее танго (<http://www.warandpeace.ru/ru/exclusive/vprint/20778/>).

Устранение риска как актуального фактора инвестиционных решений субъектов не могло не исказить картину глобальной экономической реальности, служившую основой для якобы рациональной и эффективной структуры глобальных инвестиционных потоков. Так называемая революция секьюритизации позволила сколь угодно скрывать и откладывать проявление рисков с помощью современных финансовых инструментов. Инвесторы и кредиторы получили возможность превращать в доходные рыночные активы ошибочные инвестиции и безнадежные долги. Последствиями этого стало относительное снижение значимости таких условий инвестиционного процесса, как профессионализм, ответственность, реалистичность планов, согласованность оценок и критериев принятия решений.

Особая опасность секьюритизации рискованных активов с целью дезактуализации (укрывательства) риска заключается в том, что риск является одним из основных механизмов поддержания системного единства всех отраслей и субъектов в экономике. Кто хочет получать доходы выше средних, тот должен рисковать, а за получение сверхвысоких доходов нужно нести высокий риск. В этом своеобразная справедливость рынка.

Деформация связи между доходностью и риском постепенно приводила к глобальным перекосам и диспропорциям. Возможность трансформировать риски плохих кредитов и ошибочных инвестиций в анонимные инструменты деперсонифицированных финансовых институтов «запрограммировала» современную глобальную систему на неизбежный глубокий кризис. Проблема была не в отсутствии предостережений и прогнозов, а в отсутствии интегрирующих институтов и адекватных инструментов. Это отсутствие на протяжении последних десяти лет удачно маскировалось современными методами диверсификации рисков, которые на самом деле оказались инструментами их сокрытия.

Актуальный риск устанавливает пределы роста хозяйствующего субъекта. Субъект не может действовать в зоне, где

он не контролирует наиболее важные условия своего функционирования. Факт опасного приближения к пределу проявляет себя как риск субъекта. Однако если индикатор риска на время вывести из строя, можно расти дальше. Поэтому дезактуализацию рисков можно рассматривать как способ преодоления ограничений роста субъекта, как инструмент усиления его экономической власти и ее перераспределения в своих интересах.

Система секьюритизации позволила на какое-то время массово отключить показатели риска, что сделало возможным возникновение бурной финансовой глобализации. Рост активов был выведен за пределы рисковой координаты, поэтому возникала иллюзия роста благополучия без риска. Однако если пространство принятия решений изначально является трехмерным (риск, доход, рыночная стоимость), то сосредоточение управления и целенаправленное движение в двухмерном пространстве сопровождается неуправляемым и хаотическим движением в трехмерном пространстве<sup>52</sup>.

В-третьих, возникновение глубокого кризиса было обусловлено фактором легкой доступности денег, что способствовало частичной потере ими обязательного свойства любого экономического блага — редкости. Вследствие этого цены как денежное выражение стоимости потеряли информационную надежность, а субъекты рынка получили возможность «экономить» на профессиональности, компетентности. Дешевые кредитные ресурсы породили эффект массовой безответственности — как на уровне международных институтов и государственных органов, так и на уровне корпораций и домохозяйств. Первые признаки кризиса появились уже осенью

---

52. «Благодаря массовому развитию сложных финансовых инструментов и различных математических стратегий банки и компании научились крайне эффективно перекладывать свои риски на всю систему в целом. Но емкость системы в целом, запас ее устойчивости конечны, и они оказались исчерпаны. Хотя каждый в отдельности банк формально вроде бы застрахован от потерь (да здравствуют CDS!), но все вместе они сегодня банкроты». См.: Кто оплатит глобализацию ([http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/06/kto\\_oplatit\\_globalizaciyu/](http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/06/kto_oplatit_globalizaciyu/)).

2006 г., но ни одна из институций не захотела взять на себя ответственность за управляемое сжатие финансовых рынков, кредитов и ликвидности. Несмотря на получаемые сигналы, инвесторы, кредиторы, центральные банки и мировые финансовые институты обреченно ждали последующего развития событий, пока не начался обвал осенью 2008 г.<sup>53</sup>

В-четвертых, современный кризис связан с изменениями ценностной направленности. В их основе — воздействие негативных институциональных и технологических тенденций постиндустриального и глобального развития. Их результатом становится недоверие к свободе как таковой и связанный с ним массовый отказ от рисков и ответственности. В результате мы наблюдаем крайне опасный кризис субъектности, массовую потерю статусов, усиление общей конфликтности в экономике. Реально обозначилась альтернатива «стабильность или свобода». Замедление глобализации, отказ от некоторых ее направлений наблюдаются уже сегодня.

Признавая роль своевременного реагирования со стороны государства на текущие проблемы и вызовы, отметим, что если антикризисные меры подчинены только логике кризиса, они могут затягивать или усиливать его проявления. Попытки сохранить неэффективные финансовые институты путем направления в них огромных потоков ликвидности будут приводить к восстановлению кризисного потенциала, который снова будет выплескиваться в виде рыночных шоков<sup>54</sup>. В этом случае благодаря обратным связям возможно возникновение негативных циклов, которые будут загонять экономику в замкнутый круг раз за разом повторяющихся

---

53. В марте 2009 года в МВФ отмечали: «Даже в тех случаях, когда риски были выявлены, зачастую сообщения о них были нечеткими или слишком приглушенными, чтобы побудить директивные органы к действиям». См.: <http://www.imf.org/external/russian/np/sec/pn/2009/pn0930r.pdf>.

54. «...Техника кредитной накачки не восстанавливает пропорции в экономике, а, напротив разрушает их, попутно деформируя институциональную структуру и мотивацию экономического поведения», — отмечает Л. Вальдман. См.: Вальдман Л. Дело приняло очень серьезный оборот. Указ. соч.

кризисных явлений. Как следствие — растущая иммобилизация экономических ресурсов и коллапс хозяйственной системы. Одним из условий формирования эффективной системы антикризисных мер должно быть соответствие этих мер общему вектору движения хозяйственной системы. То есть представление о возможном будущем кризисе должно играть в разработке антикризисных программ не менее важную роль, чем текущие острые проблемы.

На наш взгляд, более сбалансированная хозяйственная система, которая уже возникает в процессе кризиса, будет иметь следующие важные черты:

1. Относительное значение финансовых ресурсов для хозяйственной деятельности будет ниже, чем это было в предкризисный период. Именно практически решающая роль финансовых ресурсов в отрыве от развития других сегментов экономики обусловила накопление огромных разрывов и диспропорций. Неизбежное увеличение относительной роли нефинансовых ресурсов экономического развития будет иметь ощутимые институциональные последствия, в том числе для финансовых институтов.

2. Финансовые институты должны существенно измениться в плане приспособления к потребностям реального сектора, к его институциональной и отраслевой конфигурации. «Радиус» их экономической силы и полномочий частично будет сокращаться. Требования к качеству и структуре капитала будут становиться жестче.

3. Должна быть конституирована новая финансовая и институциональная роль государства, подкреплена новыми инструментами и методами государственного регулирования рынков. Скорее всего, это будет набор рычагов, включающий как общие, так и специализированные инструменты, которые могут быть объединены в такую новую институцию, как *единый регулятор*.

4. Новая система должна возродить принципиально важный статус персонифицированного риска инвестора в принятии инвестиционных решений. Как следствие возник-



нет спрос на новый класс финансово-инвестиционных институтов с более коротким радиусом действия, основанных на личном доверии, персонифицированных инвестициях и реальных активах.

5. В целом уровень доверия в экономике в ближайшие годы будет ниже, чем в предкризисный период. Это объективно будет способствовать инфляционным ожиданиям, относительно высокому уровню процентных ставок. Экономике ждет более или менее продолжительный период «дорогих денег», который приведет к сжатию финансового сектора и его реструктуризации.

Учитывая такой вектор развития, попытки любой ценой восстановить в первую очередь финансовый сектор и его институты можно назвать ошибочными. Помощь финансовому сектору должна иметь структурированный характер в сочетании с пруденциальными мерами, направленными на системные институциональные изменения. Целью этих изменений должна стать бóльшая адекватность финансового сектора потребностям реальной экономики, прежде всего ее технологического обновления, институциональной и отраслевой реструктуризации.

Проявления глобального кризиса в Украине усилены реализацией макроэкономических и финансовых рисков, накопленных в годы экономического роста. Среди накопленных и частично реализованных рисков наибольшую опасность представляют:

- структурный риск отсталой, но в течение ряда лет финансово эффективной экономики, частично реализованный в виде резкого ухудшения вследствие неблагоприятных изменений в мировой конъюнктуре состояния платежного баланса (2006–2008 гг.). Данный вид риска может стать началом кризисной структурной коррекции путем банкротства устаревших производств и создания конкурентоспособных предприятий;
- риск несбалансированного роста доходов населения как следствие популистской экономической политики,

частично реализованный в виде резкого ускорения инфляции в 2007–2008 гг.;

- валютный риск, действие которого проявилось в девальвации гривны, начавшейся осенью 2008 г. и продолжавшейся до начала 2009 г. Одновременно это привело к росту внешней долговой нагрузки для экономики;
- кредитный риск. Впервые он проявился в виде оттока и последующего вынужденного замораживания банковских депозитов, но основной потенциал этого риска до сих пор остается нереализованным и имеет скрытую тенденцию к росту в связи с ухудшением финансового положения большинства заемщиков;
- внешний финансовый риск в виде большого объема валового внешнего долга. Соглашение о кредите МВФ способствовало частичному откладыванию долга во времени на фоне сохранения всех компонентов — государственного, корпоративного и банковского;
- нормативный риск, действие которого может проявиться в ближайшее время в виде снижения уровня согласованности использования инструментов денежно-кредитной политики, обострения конфликтов по поводу полномочий и как следствие — резких непредсказуемых всплесков спроса и предложения на основных сегментах денежного рынка.

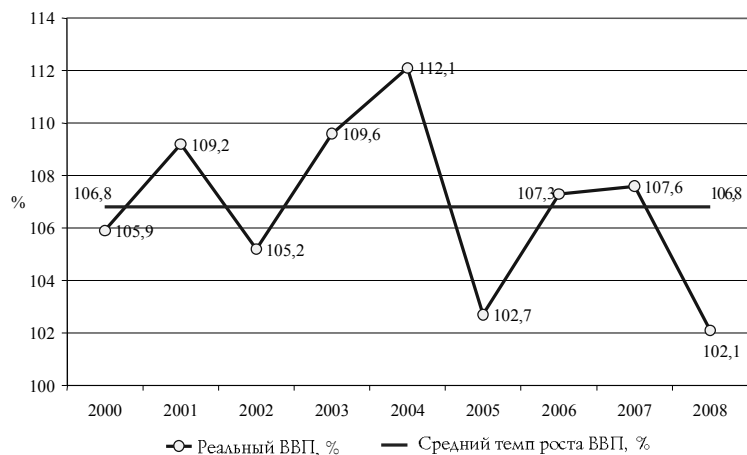
В условиях высокого уровня внешней зависимости и структурной уязвимости прямую угрозу стабильности денежной единицы представляет системный финансовый риск, связанный с ухудшением сбалансированности денежных потоков в экономике и массовым невыполнением обязательств. Это может нарушить условия нормального функционирования основных системных субъектов — государства, предприятий реального сектора, банковской системы, домохозяйств и небанковских финансовых учреждений. Следствием прекращения/приостановления платежей между субъектами экономики, а также значительного обесценения активов становится цепочка неплатежей, банкротства предприятий и финансо-

вых учреждений, снижения объемов ВВП, роста безработицы, падения реальных доходов, значительный дефицит бюджета и невозможность своевременного выполнения обязательств по государственному и корпоративному внешнему долгу.

Узость внутреннего рынка обусловлена отсутствием некоторых необходимых институциональных каналов мобильности ресурсов, которая могла бы обеспечить более эффективную адаптацию экономики к изменениям спроса. Украина страдает от кризиса намного сильнее, чем более развитые европейские страны, из-за отсутствия институциональных стабилизаторов экономического роста. Это усложняет связь между сегментами и секторами экономики и делает хозяйственную систему склонной к резким реакциям на незначительные изменения во внешней среде.

«Слой доверия» в украинском обществе, который создают институты, сегодня еще достаточно тонкий. Любой макроэкономический сбой в функционировании системы вызывает стремительное падение доверия до уровня, который уже не обеспечивает нормальное воспроизводство ее структуры. В свою очередь, общее снижение уровня доверия в экономике и государстве будет создавать неблагоприятную среду для использования инструментов денежно-кредитной политики, ухудшать ее макроэкономическую эффективность и усиливать волатильность наиболее значимых показателей.

Как показывает рис. 1, экономический рост в 2000–2008 гг. имел неустойчивый характер, что свидетельствует об отсутствии важных компонентов рыночной системы, таких как гибкий и развитый внутренний рынок, способный компенсировать неблагоприятные колебания внешней конъюнктуры, фондовый рынок. Медлительность в проведении структурных и институциональных реформ, неразумная бюджетная политика обрекали украинскую экономику на глубокий кризис эндогенного происхождения. Экзогенный фактор мирового финансового кризиса спровоцировал одновременную реализацию большой доли рисков, накопленных за годы несбалансированного и неустойчивого роста.



Источник: Бюлетень Національного банку України. 2009. № 1. С. 38, 42

Рисунок 1. Темпы реального роста ВВП Украины

В 2008 г. отношение валового внешнего долга Украины к ВВП превысило 56%. Объем этого долга увеличился за год почти в 5 раз – с 21 млрд долл. до 103,2 млрд долл. (56,7% ВВП). Прирост наблюдался в банковском секторе – на 8,5 млрд долл., или на 27,4%; других секторах экономики – на 8,4 млрд долл., или на 23,2%; в секторе органов денежно-кредитного регулирования – на 4,3 млрд долл., или в 10,2 раза; государственный долг вырос на 27,6% – до 19,3 млрд долл.<sup>55</sup> Доля краткосрочных обязательств была высокой и в результате неравновесия между кредитным и валютным сегментами финансового рынка имела тенденцию к росту. В условиях значительного отрицательного сальдо текущего счета равновесие платежного баланса обеспечивало только приток средств по финансовому счету, который сильно зависел от текущих ожиданий инвесторов и кредиторов.

Стала реальной возможностью одновременного оттока краткосрочных средств. В январе 2009 года четвертый месяц

55. См.: [http://www.bank.gov.ua/Inf\\_mat/Pres\\_service/2009/zovn\\_borg\\_190309.pdf](http://www.bank.gov.ua/Inf_mat/Pres_service/2009/zovn_borg_190309.pdf).

подряд сальдо финансового счета оставалось отрицательным и составляло 2,3 млрд долл., что было на 572 млн долл. больше, чем в предыдущем месяце. Формирование отрицательного сальдо было вызвано чистым погашением приватного внешнего долга и последующим накоплением запасов наличной валюты вне банковской системы. Последствиями негативного влияния финансовой нестабильности на равновесие денежно-кредитного рынка стали резкие колебания обменного курса, ускорение инфляционных процессов, отток депозитов из банковской системы и вызванное этим снижение уровня ее ликвидности, сокращение золотовалютных резервов, уменьшение денежной массы в условиях роста спроса на ликвидность со стороны предприятий и домохозяйств.

Несмотря на антикризисные меры государственных органов, в экономике продолжают нежелательные сдвиги и спонтанные адаптивные реакции субъектов, приведшие к нарушению равновесия в экономике и монетарной сфере. Наиболее опасным и острым проявлением нарушения финансовой стабильности стал массовый отток депозитов из банковской системы в начале октября 2008 г., спровоцированный слухами о проблемах в нескольких больших банках и сильными колебаниями обменного курса.

С накопленными финансовыми и институциональными диспропорциями, созданными в результате кредитной экспансии последних лет, столкнулась банковская система Украины. О тенденции к росту кредитного риска банковской системы свидетельствует быстрый прирост негативных кредитов, который по состоянию на 1 марта 2009 г. по сравнению с началом года составил 10,5%, в то же время объем кредитов уменьшился на 2,2%.

Не лучшее качество кредитного портфеля банков может вызвать создание больших резервов, иммобилизацию капитала, общий дефицит ликвидности и системный банковский кризис, который в конечном итоге может привести к разрушению всего кредитного механизма экономики. *Кредитная ловушка* банковской системы заключается в том, что она

должна одновременно отвечать двум противоречивым условиям — снижению и стабилизации кредитного риска и удовлетворению срочных потребностей реального сектора в стабилизационных и инвестиционных кредитах. Эта ловушка углубляется тем, что большинство хозяйствующих субъектов сегодня находятся в сложном финансовом положении. Их финансовые показатели не отвечают банковским нормативам допустимого риска на заемщика<sup>56</sup>, поэтому даже при наличии достаточных ресурсов банки предпочитают направлять эти деньги в более гарантированные активы, например, открывать длинные валютные позиции.

Введение в октябре 2008 года мер Национального банка Украины частично вывело финансовый риск за пределы банковской системы, но он не исчез, а распределился на другие системные субъекты — прежде всего реальный сектор, домохозяйства, государство, небанковские финансовые учреждения. В результате банковская система снова может оказаться перед угрозой ухудшения ликвидности, которая придет уже с другой стороны — со стороны неплатежеспособных субъектов, в первую очередь предприятий реального сектора экономики.

Современная процентная политика имеет вынужденно проциклический характер. В условиях общего падения производства процентные ставки растут как на межбанковском, так и на кредитно-депозитном рынках. Среднемесячная ставка по межбанковским кредитам в течение двух месяцев 2009 года выросла с 23,5% до 45,3% годовых. Средневзвешенные ставки по кредитам в национальной валюте увеличились с 21,6% до 27,9%, по депозитам в национальной валюте — с 13 до 16,4%, в иностранной — с 8,2 до 8,6% годовых. Исключение составила ставка по кредитам в иностранной валюте (снизилась с 12,6 до 10,7%), что связано со значительными ограничениями в кредитовании в данной валюте<sup>57</sup>.

---

56. «...Все заемщики, даже самые хорошие, перестают быть хорошими, а риски по кредитам возрастают». См. Вальдман Л. Дело приняло очень серьезный оборот.

57. Бюлетень Національного банку України. 2009. № 1. С. 38, 42.

Таким образом, реальный сектор экономики в настоящий момент ощущает двойной шок — как со стороны ухудшения рыночной конъюнктуры, так и со стороны ухудшения финансовых условий хозяйствования. Тенденция уменьшения объемов промышленного производства четко определилась уже в августе 2008 года, что было реакцией на рецессионные процессы в мире. Внешнеэкономические условия деятельности украинских предприятий (в первую очередь тех, которые прямо или косвенно ориентированы на внешние рынки) стремительно ухудшаются, что лишает их возможности финансового и рыночного маневра.

На фоне кризиса в реальном секторе и банковских ограничений снижается ликвидность и платежеспособность домохозяйств. Мощный финансовый рычаг, сформировавшийся за время кредитного потребительского бума, начал работать в обратном направлении: жизненный уровень домохозяйств падает намного сильнее, чем снижаются их текущие доходы. Негативное влияние на платежеспособность сектора домохозяйств оказала курсовая нестабильность и девальвация гривны. В условиях преобладания кредитов физическим лицам в иностранной валюте только в результате девальвации гривны расчетная задолженность домохозяйств увеличилась почти на 14 млрд грн. Встречный выигрыш обладателей депозитных счетов вследствие девальвационного фактора намного меньше — всего 7 млрд грн.

Одним из существенных проявлений денежно-кредитного кризиса стала «ловушка ликвидности». Она заключается в том, что для соотношения между спросом и предложением на денежном рынке характерен устойчивый разрыв, который нельзя преодолеть за счет обычных мер монетарного плана (процентные и эмиссионные инструменты, меры по регулированию ликвидности банковской системы). Причиной разрыва являются скрытые каналы оттока ликвидности на спекулятивные сегменты денежного рынка. Следствием этого является снижение эффективности денежной политики, что, в свою очередь, увеличивает

регулятивную нагрузку на другие инструменты и углубляет кризисные проявления макроэкономического и финансового характера. В условиях существенного падения платежеспособного спроса stagflationный этап кризиса не может быть продолжительным и в ближайшие месяцы может смениться дефляционным. Как показывает опыт, в условиях дефляции эффективность инструментов монетарной политики снижается еще больше.

В целом на втором этапе кризиса макроэкономическая и финансовая ситуация более хаотична, чем на первом. Усиливается опасность недостаточной или даже отрицательной результативности запланированных ранее адресных мер финансового и нормативного характера. Однако определенная часть банков и предприятий уже начала процесс постепенного приспособления к хозяйствованию в условиях дорогих денег и ограниченного платежеспособного спроса, что можно рассматривать как начало необходимых структурных сдвигов в экономике.

Итак, кризис одновременно охватил основные сегменты финансового и реального секторов экономики Украины. Это усложняет маневр, лишает государство запаса ресурсов, необходимых для решения острых безотлагательных проблем. Такая особенность кризиса может быть охарактеризована как реализация системного финансового риска. Ни одна из основных сфер экономической системы не способна самостоятельно решить свои проблемы в отрыве от общего вектора событий. Кризис требует от государства системного видения причин, содержания и тенденций происходящих процессов. Меры по нейтрализации негативного влияния системного финансового риска на экономику должны отвечать следующим принципам:

а) недопущение избыточной концентрации общего риска в отдельных секторах экономики, более или менее равномерное распределение рискованной нагрузки и связанных с этим расходов и потерь между банковской системой, реальным сектором, государством и домохозяйствами;



б) распределение финансовых рисков во времени, трансформация острейших текущих рисков в среднесрочные, в том числе за счет внешнего финансирования;

в) активное использование государством имеющихся инструментов и рычагов для восстановления доверия к денежной единице, банковской системе, а также между участниками рынка;

г) интеграция и координация антикризисных действий и мер на основе подчинения единой стратегии институциональной реструктуризации финансовой системы.

В самое ближайшее время Национальный банк должен обеспечить возобновление кредитования предприятий. Это означает, что банковская система возьмет на себя часть общего финансового риска экономики. Поэтому нужно немедленно разработать упреждающие нормативные и финансовые меры, направленные на поддержку ликвидности и регулирование рисков банков в более сложных условиях.

Скорректированная система финансовых институтов должна обеспечить восстановление макроэкономических пропорций между потреблением, сбережениями и инвестициями. Необходимо способствовать росту социального престижа заработанного благосостояния, сбережений, а также активизации деятельности негосударственных пенсионных фондов. Потребительское же кредитование должно играть вспомогательную роль в решении задач роста жизненного уровня. Интегральная оценка совокупного финансового риска домохозяйств должна стать одним из важных показателей социальной, макроэкономической и финансовой стабильности государства.



С.А. Кораблин\*

Валютный курс гривны:  
некоторые эффекты  
и ограничения\*\*

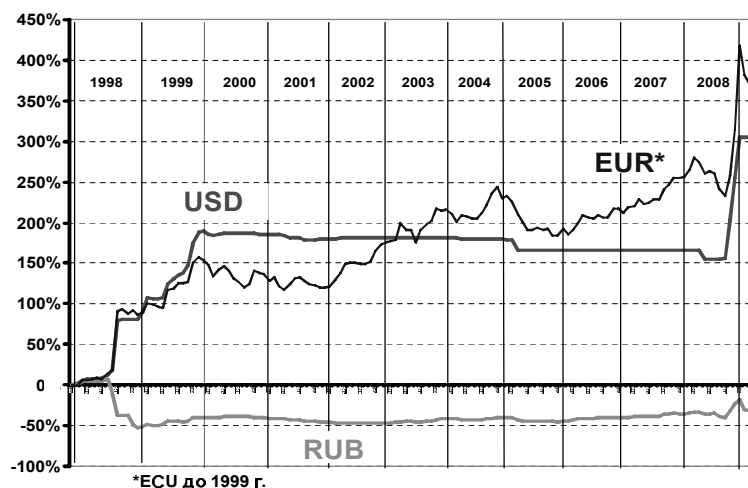
В ходе валютно-финансового кризиса 1998–1999 гг. украинская валюта обесценилась относительно доллара США в 2,75 раза (из расчета: декабрь 1997 г. к декабрю 1999 г.). Указанное падение спровоцировало всплеск инфляции, уровень которой на потребительском рынке повысился с 10,1% в 1997 г. до 20,0% в 1998 г. и 19,2% – в 1999 г. Учитывая это, а также чрезвычайно сложный выход Украины из предшествующей гиперинфляционной спирали и экономического спада, растянувшегося на все 1990-е гг., монетарная политика Национального банка Украины и в новом десятилетии ориентировалась на снижение динамики цен. При этом, естественно, учитывалась ее прямая зависимость от курсовых колебаний гривны как в части их значительной корреляции, так и устойчиво высокого уровня торговой открытости отечественной экономики.

В силу того что курс гривны оставался привязанным к доллару США, незначительно укрепившись в 2000–2007 гг., изменения официальных курсов гривны ко всем другим мировым валютам отражали в основном котировки американского доллара на международных рынках (рис. 1). Так, если в течение указанного периода гривна ревальвировала относительно доллара на 3,2%, то темп ее девальвации к евро составил 49,1%.

---

\* Кораблин Сергей Александрович – д.э.н., главный научный сотрудник Института экономики и прогнозирования НАН Украины.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке НАН Украины в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 14-08/08-02-91205 а/У.



Источник: построено по данным Национального банка Украины

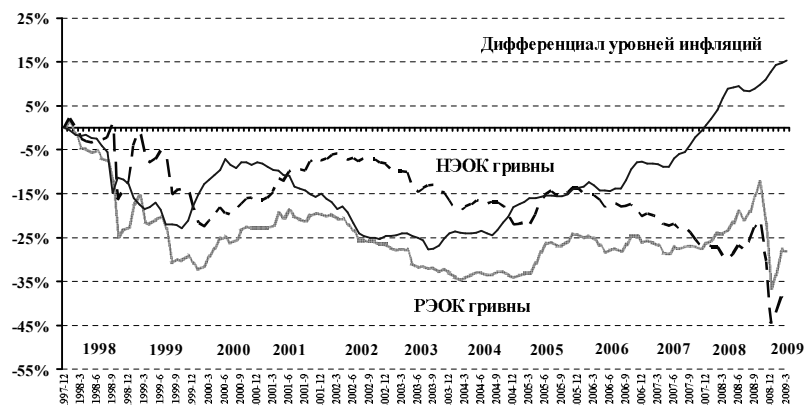
Рисунок 1. Динамика официального курса гривны к доллару США, евро (экю) и российскому рублю, 1998–2009 гг. (1997 г. = 0)

Указанные курсовые тренды обусловили общее снижение в 2001–2009 гг. номинального эффективного обменного курса (НЭОК) гривны. Последний отражает изменение ее покупательной способности относительно валют стран – основных торговых партнеров Украины. Тенденция снижения НЭОК свидетельствовала о систематической курсовой поддержке отечественных производителей как на внешнем, так и внутреннем рынках. В этом отношении снижение НЭОК гривны с декабря 1997 г. по декабрь 2008 г. на 44,6% означало не что иное, как получение почти полутора кратных курсовых преимуществ отечественными предприятиями.

Вместе с тем их эффекты постепенно нивелировались растущей инфляцией. Так, если в 1998–2003 гг. ее уровень внутри страны был устойчиво меньше усредненных показателей стран – основных торговых партнеров Украины, то начиная с 2004 г. указанное преимущество ежегодно сокращалось. К концу 2007 г. оно полностью пропало, а с начала

2008 г. инфляция в Украине начала превышать ее средневзвешенный уровень в странах — торговых партнерах.

На рис. 2 данные изменения отражает вогнутая форма кривой дифференциала уровней инфляции: ее повышательный отрезок после 2002 г. был преимущественно обусловлен постепенным сближением динамики цен в Украине и России. Поскольку последняя остается основным торговым партнером Украины, именно различия их ценовых динамик в наибольшей степени влияют на формирование общей величины дифференциала уровней инфляции, учитываемого при расчете реального эффективного обменного курса (РЭОК) гривны.



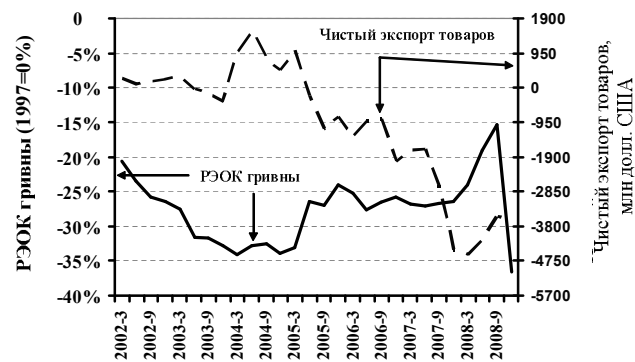
Источник: оценки Национального банка Украины (НБУ)

Рисунок 2. Украина: темп прироста реального и номинального эффективного обменного курса гривны (РЭОК и НЭОК) в 1998–2009 гг. (к декабрю 1997 г.)

Повышение ценовой динамики в Украине привело к тому, что с конца 2007 г. РЭОК гривны стал устойчиво расти, сигнализируя об утрате отечественными товаропроизводителями своих ценовых преимуществ. Хотя указанные изменения происходили на фоне постепенной девальвации гривны, однако рост дифференциала инфляции начал устойчиво превышать сопутствующие курсовые эффекты.

Подобные изменения наименее желательны в открытой экономике, теряющей свои конкурентные позиции из-за реального усиления национальной валюты. Украина в этом отношении не исключение. Статистические сопоставления свидетельствуют о наличии в ее экономике классической обратно пропорциональной взаимосвязи между динамикой реального курса гривны и чистого экспорта товаров: рис. 3 наглядно демонстрирует положительное влияние реального обесценения гривны на чистый товарный экспорт. Данная взаимосвязь, а также общая понижательная динамика НЭОК гривны указывают, что курсовая привязка гривны к доллару США способствовала поддержанию ценовых преимуществ украинской продукции относительно ее зарубежных аналогов на внутреннем и внешнем рынках сбыта.

В этой связи уместно заметить, что реализация многочисленных предложений относительно перехода к гибкому валютному курсу или его привязки к корзине валют привела бы к частичному или полному нивелированию указанных эффектов. Данный результат явился бы естественным следствием курсовой переориентации гривны на усиливающуюся валюту, что неминуемо бы сопровождалось номинальным укреплением гривны и соответствующим ухудшением торгового баланса.



Источник: построено по данным НБУ

Рисунок 3. Украина: динамика РЭОК гривны и чистого экспорта товаров, 2002–2008 гг.

Между тем, для обеспечения опережающей динамики украинского экспорта не хватало даже снижения НЭОК гривны, не говоря уже о его усилении. Начиная с середины 2005 г. внешняя торговля товарами в Украине стала дефицитной. При этом к началу 2008 г. квартальные значения ее негативного сальдо достигли значений в 3–4 млрд долл. Столь значительные дефициты были обусловлены активизацией импорта, финансируемого зарубежными заимствованиями украинских банков и предприятий.

В период с января 2006 г. по сентябрь 2008 г. валовой внешний долг Украины вырос с 39,6 до 104,8 млрд долл. Наибольшую долю указанного прироста (65,2 млрд долл.) обеспечило увеличение внешнего долга украинских банков, составившее 36 млрд долл. При этом долг корпоративного сектора вырос на 24,5 млрд долл., а правительства – на 2 млрд долл. Внешний же долг Национального банка, напротив – снизился на 1,2 млрд долл. (табл. 1).

Таблица 1 Украина: некоторые показатели валового внешнего долга и валютных дисбалансов, 2006–2008 гг. (млрд долл.)

Показатель	01.01.2006	01.10.2008	Прирост 01.01.2006- 01.10.2008
Валовой внешний долг Украины, в т.ч.	39,6	104,8	65,2
- банки	6,1	42,1	36,0
- корпоративный сектор	19,2	43,7	24,5
- правительство	12,2	14,2	2,0
- центральный банк	1,9	0,1	-1,2
Остатки по выданным кредитам в иностранной валюте	12,3	59,9	47,6
Остатки по привлеченным депозитам в иностранной валюте	9,0	22,2	13,2
«Разрыв» между банковскими кредитами и депозитами в иностранной валюте	3,3	37,6	34,3



Окончание табл. 1

Справочно:			
«Разрыв» между банковскими кредитами и депозитами в иностранной валюте:			
- физические лица	-2,2	10,8	13,0
- юридические лица	5,5	26,8	21,3

Источник: рассчитано по данным НБУ

Сами по себе активные внешние заимствования не несли в себе ничего негативного. В случае их инвестиционного использования для технологического перевооружения производства и модернизации действующих предприятий иностранные кредиты выступили бы важнейшим инструментом экономического развития. Однако вместо этого они преимущественно направлялись на текущее потребление. Взятая за рубежом валюта предоставлялась в основном украинским потребителям для приобретения импортной бытовой техники, иностранных автомобилей и запчастей к ним. В силу этого рост внешнего долга Украины сопровождался стимулированием не национального, а иностранного производства с одновременным ухудшением возможностей будущего обслуживания долговых обязательств.

Другая значительная часть внешних заимствований была использована для внутреннего кредитования офисного и жилищного строительства. Последнее сопровождалось созданием новых рабочих мест в Украине и «недвижимой капитализацией» иностранных кредитов, что выгодно отличало их от заимствований, нацеленных на ввоз импортной продукции. Вместе с тем введение в эксплуатацию жилищного фонда не генерировало экспортной выручки, что также делало проблематичным осуществление плановых платежей по внешним долговым обязательствам.

Таким образом, использование внешних заимствований для наращивания личного потребления формировало объективные предпосылки структурной и финансовой неустойчивости украинской экономики. При этом показательно, что подобным последствиям не препятствовало развитие

жилищного строительства, которое, хотя и классифицируется как инвестирование в основной капитал, однако функционально не выходит за рамки непроемленного потребления.

Другой точкой неустойчивости, сопряженной с активными внешними заимствованиями, выступил бурный рост внутреннего кредитования в иностранной валюте. В его ходе отечественные банки старались минимизировать собственные курсовые риски, предоставляя своим клиентам займы не в гривнах, а во взятой на внешних рынках иностранной валюте. Однако поскольку подавляющее большинство заемщиков вообще не имели каких-либо инвалютных доходов, они оказались не готовыми нести курсовые риски в условиях существенной девальвации гривны.

Данный факт стал очевидным в IV квартале 2008 г., когда украинская валюта девальвировала относительно доллара США на 58,4%. Столкнувшись с массовыми просрочками платежей по валютным займам, в самое незавидное положение попали банки, наиболее активно предоставлявшие их на протяжении предшествующих 2–3 лет. Так, на краю банкротства оказался АКБ «Надра», являвшийся одним из наиболее агрессивных участников рынка потребительского кредитования.

К началу валютного кризиса в октябре 2008 г. обший разрыв между остатками кредитов и депозитов в иностранной валюте по всей банковской системе увеличился до 37,6 млрд долл. против 3,3 млрд долл. в январе 2006 г.<sup>58</sup> В абсолютном выражении его прирост составил 34,3 млрд долл., или около 95% от общего прироста внешнего долга украинских банков за этот же период. Последнее соотношение указывает на стремление банков полностью переложить курсовые риски на своих клиентов, в силу чего почти все внешние заимствования фактически транзитом направлялись на рынок внутреннего кредитования, минуя валютно-обменные операции и сферу обращения национальной валюты.

---

58. <http://www.bank.gov.ua/Balance/debt/01012009.pdf>.

Ситуация оставалась устойчивой, пока сохранялся приток иностранных заимствований, поддерживавших валютный курс гривны и способность заемщиков обслуживать свои валютные обязательства. При этом наблюдался общий рост международных резервов, объем которых увеличился с немногим более 4 млрд долл. в конце 2002 г. до 38 млрд долл. в середине 2008 г. Указанный рост усиливал независимость Национального банка в проведении валютной политики. Одновременно повышалась и его эмиссионная свобода, поскольку чистый приток иностранной валюты формировал твердое обеспечение эмитируемой гривны. Благодаря этому удавалось избегать части инфляционных рисков прошлого десятилетия: как хорошо известно, именно отсутствие надежных инструментов залога в Украине послужило одним из важнейших факторов необеспеченной эмиссии денег в первой половине 1990-х гг., сопровождавшейся рекордной инфляцией 1993 г.

Вместе с тем бурное накопление международных резервов спровоцировало дискуссии об их избыточности, а также «инфляционном навесе» и чрезмерном денежном предложении, сформированном устойчивым притоком валюты и фиксацией валютного курса гривны. Указанные взгляды оказались особенно популярными во время инфляционных всплесков 2005, 2007 и 2008 годов. В первом случае прирост цен на потребительском рынке удерживался в районе 15% с марта по август 2005 г. В конце же 2007 г. – начале 2008 г. 12-месячные темпы прироста потребительских цен в Украине достигли 20–30%. В промышленности динамика оптовых цен вообще приблизились к 50%-ной отметке<sup>59</sup>. На этом фоне стандартный набор рекомендаций свелся к обсуждению перехода к: (а) гибкому валютному курсу; (б) курсовой привязке к корзине валют; (в) «инфляционному таргетированию». При этом во всех случаях прямо или косвенно подразумевалось, что источником инфляции является чрезмерная

---

59. <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

динамика монетарных агрегатов, снижение которой должно замедлить рост цен.

Поэтому и ревальвация гривны рассматривалась как самоочевидная необходимость. Ее обоснование сводилось в основном к двум аргументам: необходимость снижения инфляции и курсовая недооценка украинской валюты. Однако, несмотря на всю серьезность обоих вопросов, какой-либо предметной доказательной базы они не имели. В частности, до сих пор отсутствуют системные оценки курсовой эластичности инфляции в Украине, без которых любые утверждения о решающем влиянии валютного курса на отечественную инфляцию остаются весьма спорными. Что же касается утверждения о «фундаментальной недооценке гривны», то оно также вызывает резонное сомнение.

Дело даже не в том, что в конце 2008 г. украинская валюта успела серьезно обесцениться, наглядно продемонстрировав реальный уровень своей «фундаментальной недооценки». Вопрос в теоретической аргументации, которая использовалась сторонниками номинального укрепления гривны. Они, как правило, апеллировали к оценкам паритета покупательной способности (ППС), согласно которым курс гривны к доллару США был существенно недооценен<sup>60</sup>. Между тем, даже ближайшее рассмотрение ППС и теории единой цены, на которой он базируется, указывает на некорректность подобного их использования.

Как концепция ППС, так и теория единой цены исходят из наличия совершенной конкуренции, которая позволяет мгновенно устранять любые ценовые различия одних и тех же товаров, в какой бы точке земного шара они ни были произведены и реализованы. Понятно, что подобные допущения — не более, чем теоретическая условность, удобная для абстрактных построений, однако не имеющая ничего общего с практическими реалиями. На практике цены на

---

60. Гальчинский А. Ревальвация гривны — шаг в перспективном направлении // Зеркало недели. 2008. № 19.

одну и ту же продукцию различаются не только в разных странах и регионах. Цены товаров разных производителей обычно не совпадают между собой даже на одном прилавке. В силу этого подгонять уровень валютного курса гривны под условные показатели ППС не более целесообразно, чем устанавливать цены по их усредненным показателям, принятым при расчете того же ППС.

Фактические отклонения курса национальной валюты от ППС скорее являются показателем несовершенства рыночных механизмов в отдельной экономике, нежели мерой курсовых дисбалансов ее национальной валюты. В этом отношении симптоматично, что «недооценка» национальных валют обычно наблюдается в странах, экономики которых считаются наиболее подверженными рыночным деформациям.

Откровенно курьезными можно считать попытки обосновать равновесный курс валюты исходя из полушуточного индекса «Биг-Мак», рассчитываемого английским журналом *The Economist*. Указанный индекс играет роль «наглядного пособия», демонстрирующего ценовые различия производства и реализации стандартного сэндвича в различных странах. Однако серьезности в его использовании для обоснования равновесных валютных курсов не больше, чем в определении последних по разбросу цен бублика в разных странах. Несмотря на это, в Украине долгие годы одним из «весомых» аргументов курсовой недооценки гривны рассматривался именно индекс «Биг-Мак». Причем к подобным доводам прибегали как отечественные, так и зарубежные эксперты<sup>61</sup>.

Между тем, статистический анализ свидетельствует, что динамика цен в Украине определяется не только темпами роста денежной массы. Помимо него уровень инфляции прямо и непосредственно зависит от целевых ориентиров финансовой системы, перераспределяющей денежные потоки между сферами потребления и производства. При этом

---

61. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики // Вісник НБУ. 2005. № 2. С. 3–5.

чем больше финансовых ресурсов концентрируется на потребительском рынке за счет истощения производственных инвестиций, тем выше уровень инфляции. Что само по себе весьма очевидно: инфляция не может не расти при увеличении денежного спроса и замедлении товарного насыщения рынка.

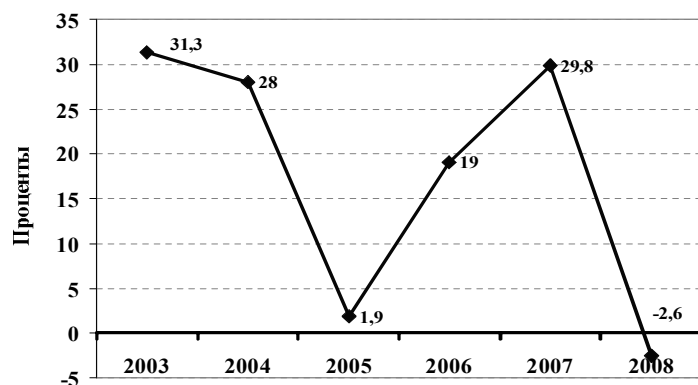
Так, скачок инфляции в 2004–2005 гг. происходил на фоне 4–6-кратного увеличения темпов роста бюджетных платежей социального характера (рис. 4).



Источник: рассчитано по данным Госкомстата Украины

Рисунок 4. Украина: темпы прироста потребительских цен, социальной помощи и других полученных населением трансфертов, 2003–2008 гг.

Показательно, что при этом наблюдалось сжатие денежной массы, вызванное продажей иностранной валюты Национальным банком во время его активных интервенций в конце 2004 г. Годовые же темпы прироста инвестиций в основной капитал упали в 2005 г. до минимальных 1,9% против 28% в 2004 г. Через три года указанная ситуация практически полностью повторилась — 3–4-кратное ускорение социальных выплат из бюджета сопровождалось абсолютным падением инвестиций в основной капитал: -2,6% в 2008 г. против прироста +29,8% в 2007 г. (рис. 5).



Источник: Госкомстат Украины

Рисунок 5. Украина: годовые темпы прироста инвестиций в основной капитал, 2003–2008 гг.

Очевидно, что сама по себе курсовая динамика гривны не может устранить подобных структурных и бюджетных диспропорций. Для их нивелирования требуются кардинальные изменения в национальной экономической политике. В противном случае любые попытки целенаправленного снижения инфляции обречены на неудачу, поскольку могут опираться исключительно на механическое сжатие денежной массы, влекущее замедление экономического роста.

К сожалению, подобные взгляды не имели какой-либо поддержки ни в правительстве, ни в парламенте. Втягивая страну в перманентные общенациональные выборы, украинские политики соревновались за благосклонность избирателей в откровенно вульгарной манере – путем тотального повышения социальных платежей безотносительно состояния государственного бюджета и финансовых возможностей страны. При этом в марафонском забеге за рейтингами популярности отечественный политический бомонд открыто игнорирует ближайшее будущее своих избирателей, не уделяя практически никакого внимания ни инвестициям в производство, ни совершенствованию его структуры.

Хотя причины указанных инфляционных скачков лежали преимущественно за рамками прямой ответственности Национального банка, он был вынужден использовать свой потенциал для снижения инфляционного давления, как того требует Конституция Украины. Последняя связывает основную функцию центрального банка с обеспечением стабильности национальной денежной единицы (ст. 99)<sup>62</sup>. Поскольку же в начале 2008 г. темпы инфляционного обесценения гривны превысили 30% на потребительском рынке и 45% в промышленности, она была ревальвирована.

Укрепление курса гривны на 4% положило начало переходу к более гибкой его динамике. Вместе с тем, указанный шаг спровоцировал активные дискуссии, не свидетельствовавшие о его бесспорности. Однако при этом практически отсутствовал критический анализ причин, вынудивших Национальный банк пойти на ревальвацию. И тем более не наблюдалось даже малейших свидетельств изменений в экономической политике правительства.

Последнее вольно или невольно находило поддержку со стороны приверженцев режима инфляционного таргетирования (ИТ), призывавших Национальный банк Украины «отпустить в свободное плавание» валютный курс гривны, поскольку управление им «несовместимо с ценовой стабильностью». Ее достижение было объявлено единственной значимой целью, на которую должен ориентироваться центральный банк. При этом широко тиражируемым оказался «аргумент», согласно которому «нельзя усидеть одновременно на двух стульях». К нему активно прибегали как представители международных финансовых организаций, так и многочисленные украинские эксперты.

Происходило откровенное манипулирование понятием «ценовая стабильность», которую сторонники ИТ отнюдь не отождествляют со стабильностью цен или нулевой инфляцией, как того можно было бы ожидать. На практике «ценовая

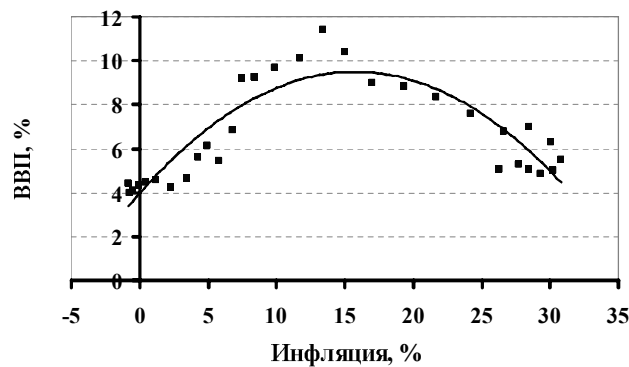
---

62. Конституція України (<http://zakon.rada.gov.ua/>).



стабільність» інтерпретируется ими как «устойчиво низкая інфляція», середньогодові показателі котрої лежать в діапазоні 0–2 (3)%<sup>63</sup>. Однак ні економічна теорія, ні господарська практика не містять строгих доказательств, що вказаний рівень інфляції дозволяє устійливо підтримувати максимальні темпи економічного зростання во всіх країнах<sup>64</sup>.

Цілий ряд досліджень свідчить, що в економіках з формуючимися ринками оптимальні рівні інфляції можуть суттєво перевищувати показателі, отождествляемі сторонниками ІТ з «цінковою стабільністю». В цьому відношенні симптоматичні результати згладжування 12-місячних показателів інфляції і зростання ВВП в Україні (рис. 6–8).



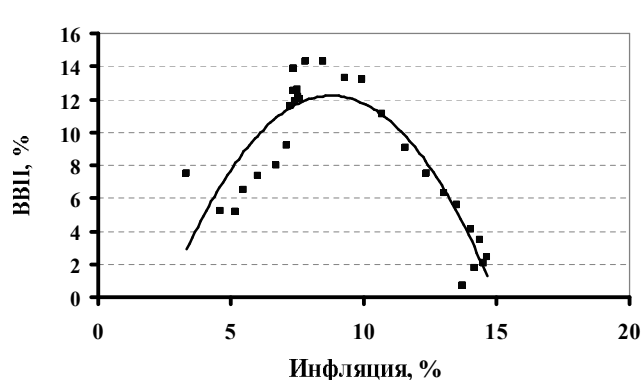
Істочник: розраховано по даним Госкомстата України

Рисунок 6. Україна: темпи інфляції і зростання ВВП, 2000–2002 гг.

В частині вони дозволяють передположити, що оптимальні рівні інфляції в українській економіці можуть знаходитися в районі 10%.

63. Петрик О. Шлях до цінової стабільності: світовий досвід і перспективи для України. К.: УБС НБУ, 2008. С. 179–180.

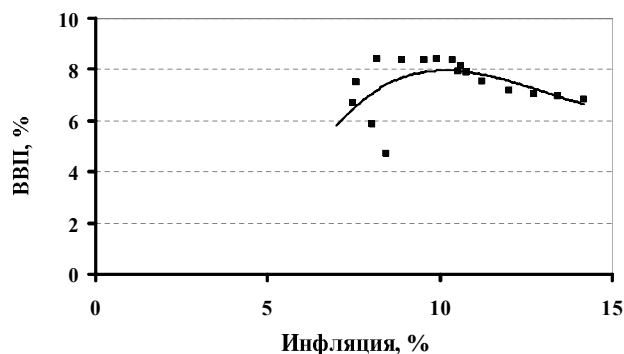
64. Інфляція та фінансові механізми її регулювання / За ред. чл.-кор. НАН України А.І.Даніленка. К.: Ін-т екон. та прогнозів, 2007. С. 12–48.



Источник: рассчитано по данным Госкомстата Украины

Рисунок 7. Украина: темпы инфляции и прироста ВВП, 2003–2005 гг.

Так, в период 2000–2002, 2003–2005 и 2006–2007 гг. максимальные темпы роста украинского производства колебались в диапазоне 9–15% и наблюдались они не при минимальной инфляции, а уровнях, близких к 10% (рис. 6–8). При этом снижение ценовой динамики сопровождалось соответствующим замедлением экономического роста. В подобных условиях тезис ИТ о невозможности одновременного достижения ценовых и курсовых ориентиров представляется некорректным. Тем более что на указанных временных интервалах курсовые колебания валютного курса гривны были весьма незначительными, а общая ее девальвация относительно доллара США не превысила 7–8%.



Источник: рассчитано по данным Госкомстата Украины

Рисунок 8. Украина: темпы инфляции и прироста ВВП, 2006–2007 гг.

Данные выводы не свидетельствуют об оптимальности фиксированных валютных курсов. Они лишь указывают, что поддержание последних может сочетаться с оптимальными уровнями инфляции, при которых наблюдаются максимальные темпы экономического роста.

Указанный тезис является принципиальным для стран с недостаточно развитыми финансовыми рынками. Их переход к гибким валютным курсам сопряжен с повышенными рисками, обусловленными отсутствием эффективных рынков ценных бумаг. Последние являются неотъемлемой частью индустриальных экономик. При этом они активно используются центральными банками как в части регулирования процентных ставок, так и для целей денежной эмиссии. В последнем случае ценные бумаги играют роль высоколиквидных залоговых инструментов.

Страны со слабыми финансовыми рынками лишены подобных возможностей. Поэтому во избежание необеспеченной денежной эмиссии они вынуждены привязывать ее объемы к чистому притоку свободно конвертируемой валюты. Подобная зависимость позволяет центральным банкам избегать эмиссии «под честное слово» банков-заемщиков. В Украине практика последней была широко распространена в начале прошлого десятилетия. Ее печальные последствия сегодня хорошо известны – мировой рекорд гиперинфляции среди невоюющих государств (1993 г.).

Сопоставление объемов операций, совершаемых на межбанковском валютном рынке Украины и в публичном секторе ее фондового рынка, свидетельствует, что первые устойчиво превышают вторые в 20–25 раз. И хотя подобные сравнения в известной степени условны, тем не менее разрыв между указанными величинами настолько разителен, что не оставляет ни малейших сомнений в относительной неразвитости отечественного рынка ценных бумаг. В силу этого он сегодня просто не может полноценно выполнять не только целый ряд важнейших функций, возложенных на валютный рынок, но и тех, что относятся к его собственной компетенции.

Вышеуказанное объясняет низкую чувствительность отечественной экономики к динамике процентных ставок. Отсутствие емкого рынка ценных бумаг также резко ограничивает эмиссионные возможности Национального банка, который вынужден эмитировать гривну в обмен на твердую валюту, а не под залог ценных бумаг, как это происходит в индустриальных экономиках. Данная особенность не является украинским феноменом, а присуща всем странам с низкой степенью защиты прав собственности. Поэтому можно предположить, что повышенный уровень их долларизации обусловлен не техническими причинами или «страхом курсового плавления», а глубинными рыночными дефектами, на устранение которых могут требоваться годы и десятилетия.

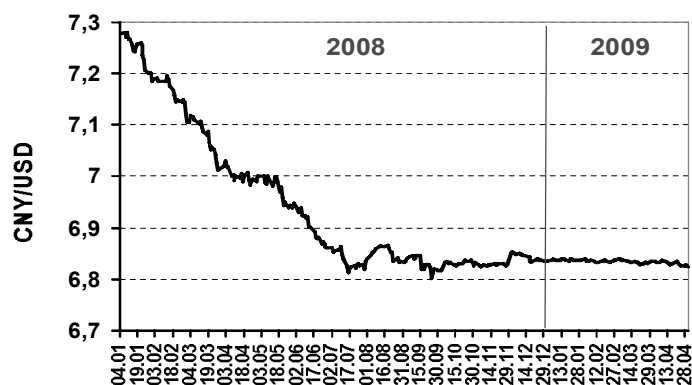
К сожалению, подобная специфика рыночно незрелых экономик учитывается далеко не всегда. Вследствие этого многие практические рецепты для них механически копируют опыт более развитых экономик. Не удивительно, что подобные рекомендации часто оказываются невостребованными, либо не дают ожидаемых эффектов.

В силу этого сохраняется необходимость более объективного отражения места и роли валютного курса в экономической динамике вообще и ценовой в частности. В этом отношении безусловный интерес представляет «новая типология» ИТ, предложенная руководителем сектора валютных отношений МВФ К. Хабермейером (2007 г.). Последняя допускает планомерное снижение инфляции не только при гибком обменном курсе (классическая модель ИТ), но также и при других валютных режимах, включая как управляемое плавание, так и фиксацию курса на целевых уровнях.

Подобный подход представляется намного реалистичнее господствующих представлений о возможности целенаправленного уменьшения инфляции исключительно при гибких валютных курсах. В пользу предложенного подхода свидетельствует и новейшая валютно-курсовая политика Китая. Его центральный банк моментально отказался от вынужденного укрепления юаня, как только в середине 2008 г.

произошло углубление мирового экономического кризиса и страна оказалась избавленной от неусыпной «торговой опеки» Соединенных Штатов, вошедших в финальную фазу президентской избирательной кампании. Вследствие этого вот уже почти год валютный курс юаня меняется в зоне довольно устойчивого соотношения 6,8 юаней за доллар США при затухающей амплитуде колебаний (рис. 9).

При этом показатель годовой инфляции в китайской экономике снизился с 7,7% в июне 2008 г. до дефляционных «-1,4%» в мае 2009 г. Однако примечательными сегодня являются не эти изменения ценовой динамики. Вследствие углубляющегося мирового кризиса уровни годовой инфляции во многих странах упали до минимальных значений: в апреле 2009 г. они составляли «-0,7%» в США, «-0,1%» – Японии, 0,4% – Канаде, 0% – в странах зоны евро. Разительно то, что, в отличие от Китая, объемы производства в них сокращаются. В I квартале 2009 г. по отношению к показателям годичной давности ВВП США снизился на 2,5%, Японии – на 8,8%, Великобритании – 4,1%, стран зоны евро – на 4,8%<sup>65</sup>.



Источник: построено по данным International Financial Statistics, IMF

Рисунок 9. Динамика курса юаня относительно доллара США в 2008–2009 гг.

65. The Economist. 2009. June 13–19. P. 97.

Китаю же до сих пор удается противостоять мировой рецессии. Темпы роста его ВВП хотя и замедлились, однако остаются предметом зависти многих идеологических противников его хозяйственной модели. Сопоставление показателей I квартала 2009 и 2008 гг. свидетельствует, что темпы роста ВВП увеличились на 6,1%<sup>66</sup>. Не удивительно, что сегодня совершенно не слышно многочисленных критиков китайской валютно-курсовой политики. Более того, немало из них уже задаются вопросом, сможет ли китайская экономика сыграть роль мирового стабилизатора.

Безусловно, было бы наивным полагать, что указанный успех достигнут благодаря фиксации валютного курса юаня относительно доллара США. Однако бесспорно и то, что привязка к доллару поддерживает конкурентные преимущества китайских товаров. «Оседлав» слабеющий доллар, юань предоставляет конкурентные преимущества китайским производителям вследствие снижения его НЭОК. Сдерживать же инфляционное давление помогает активная инвестиционная политика, способствующая товарному насыщению рынка и занятости населения. Благодаря этому китайская экономика генерирует не только собственные доходы, но также их товарное обеспечение.

Модель, в принципе, нехитрая. Однако требующая прекрасной координации экономической политики правительства и монетарной — центрального банка. При этом ключевым ее элементом выступает высокая норма накоплений, устойчиво достигающая в Китае 40–50% ВВП. Именно эти требования оказываются непреодолимым препятствием для большинства стран, пытающихся приблизиться к устойчиво высоким темпам роста китайской экономики.

Украина — в их числе: норма накоплений не только не превышает 21–23% ВВП, но еще и демонстрирует тенденцию к снижению; социальная демагогия правительства и парламента годами нацеливает финансовые потоки на сферу

---

66. Там же.

потребления; инвестиции же в технологии и производство — «пасынки» государства, предпочитающего дешевый импорт развитию отечественных предприятий. В подобных условиях ни один валютный режим не может обеспечить ни устойчивого экономического роста, ни низкой инфляции, ни курсовой стабильности национальной валюты. А ее рекламируемая «гибкость» на практике оборачивается банальной неустойчивостью и неконтролируемым падением валютного курса.





М.Ю. Головнин\*

Денежно-кредитная  
политика России  
в условиях открытости  
национальной  
экономики\*\*

## Оценки степени открытости финансовой системы России на разных этапах ее развития

В российской экономике уже с начала 1990-х гг. тесно переплелись два процесса: ее рыночной трансформации и интеграции в глобальную экономику. В рамках прошедшего относительно большого временного отрезка, на наш взгляд, можно выделить три подпериода, каждый из которых характеризуется своей спецификой в части влияния мировой финансовой системы на национальную экономику: период трансформационного кризиса 1992–1997 гг., кризис 1998 г. и посткризисный период (1998–2002 гг.) и период усиления внешней открытости 2003–2007 гг. Возможно, кризис 2008–2009 гг. станет очередной «переломной точкой» и начнет новый период финансовой открытости российской экономики. Рассмотрим специфику каждого из обозначенных выше этапов открытия национальной финансовой системы:

1) Основными чертами внешнеэкономической либерализации в период 1990-х гг. стали бегство капитала и долларизация национальной экономики, а также привлечение значительных долговых ресурсов из-за рубежа государством. При этом наблюдалось постепенное увеличение потоков капитала как в страну, так и из страны (см. табл. 1).

---

\* Головин Михаил Юрьевич — к.э.н., зам. руководителя Центра проблем глобализации и интеграции и Института экономики РАН.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РФНФ в рамках совместного научно-исследовательского проекта РФНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 08-02-91205 а/У.

Таблица 1 Активы и обязательства финансового счета  
платежного баланса в России (в % от ВВП)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	
Обязательства	4,9	5,5	10,2	7,3	0,6	-4,4	-1,5	1,0	
Активы	-0,8	-6,9	-7,4	-5,7	-7,6	-8,0	-0,6	-0,6	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	I пол. 2008	II пол. 2008	I кв. 2009
Обязательства	6,5	6,2	7,3	7,2	16,2	5,7	11,6	0,4	-2,7
Активы	-6,1	-7,1	-7,1	-6,0	-8,7	-14,0	-10,5	-17,2	-9,2

Источник: расчеты на основе данных Центрального банка Российской Федерации (<http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs>)

Для более глубокой оценки структуры потоков капитала и масштаба различных каналов бегства капитала из страны, не отражавшихся напрямую в статистике, необходимо обратиться к анализу отдельных статей платежного баланса. На основании этого анализа можно сделать общий вывод, что бегство капитала<sup>67</sup> как в абсолютном, так и в относительном (к экспорту<sup>68</sup>) их выражении увеличивалось на протяжении 1990-х гг., достигнув максимума в 1997–1998 гг. на уровне 20% от экспорта товаров и услуг (по минимальным оценкам). В среднем за период 1993–1997 гг. бегство капитала составляло 61–73 млрд долл. накопленным итогом, или 14–17% от объема экспорта (в зависимости от метода оценки).

Внутри национальной экономики получили широкое распространение процессы ее долларизации, которые можно рассматривать как своеобразную «внутреннюю» форму бегства капитала. К сожалению, оценки долларизации в наличной форме для периода 1990-х гг. делать достаточно сложно, можно лишь констатировать, что только в 1997 г. чистая покупка иностранной валюты населением составила около 29 млрд долл.<sup>69</sup> По косвенным оценкам Дж. Туллио

67. Бегство капитала оценивалось по двум методикам: 1) как сумма статей платежного баланса «Торговые кредиты и авансы», «Своевременно не полученная экспортная выручка и не поступившие товары и услуги в счет переводов денежных средств по импортным контрактам» (с IV квартала 2002 г. включает оценку переводов по фиктивным операциям с ценными бумагами) и «Чистые ошибки и пропуски»; 2) как сумма только двух последних статей.

68. Используется показатель экспорта товаров и услуг, полученный из платежного баланса.

69. Рассчитано на основе Бюлетень банковской статистики. 1998. № 2–3. М.: Центральный банк Российской Федерации, 1998. С. 31.

и Н.Ивановой, на конец 1996 г. в России обращалось около 86 млрд долл. в форме наличной иностранной валюты, тогда как оценки показателя обращения наличной иностранной валюты, дававшиеся Центральным банком России (ЦБР), составляли на тот период всего 20–22 млрд долл.<sup>70</sup> Легче всего поддается измерению долларизация в форме депозитов в иностранной валюте в национальной банковской системе. Степень долларизации<sup>71</sup> в российской экономике после резкого увеличения в 1994 г., достигнув пика при значении около 34%, также резко снизилась в 1995 г. под влиянием перехода к режиму валютного коридора и после этого оставалась относительно стабильной до кризиса 1998 г. (на уровне 16–20%).

Наряду с внешним и внутренним бегством капитала происходил процесс активного привлечения государством внешних ресурсов для финансирования устойчивого бюджетного дефицита (в форме прямых кредитов<sup>72</sup> или покупки нерезидентами государственных ценных бумаг, происходившей в основном по различным «обходным» схемам). К концу 1997 г. внешний долг России (без учета внешнего долга СССР) достиг 35,6 млрд долл.<sup>73</sup> С середины 1990-х гг. под влиянием стабилизации финансовой и валютной сфер и общего восприятия недооцененности внутренних финансовых активов в корпоративный сектор также стал активно поступать краткосрочный иностранный капитал. Так, федеральные органы власти в 1996–1997 гг. привлекали в виде портфельных инвестиций в государственные ценные бумаги

---

70. Tullio G., Ivanova N. The demand for money and currency substitution in Russia during and after hyperinflation: 1992–1996 // Экономический журнал Высшей школы экономики. 1998. Т. 2. № 2. С. 163.

71. Измеряется как отношение депозитов в иностранной валюте в национальной банковской системе к денежной массе в широком смысле, включающей эти депозиты.

72. Активное привлечение государством внешних заимствований стало одной из первых форм открытия национальной финансовой системы во второй половине 1980-х гг. За период с 1985 по 1991 гг. внешний долг СССР (перешедший впоследствии в наследство России) увеличился с 31,4 до 67,9 млрд долл. См. Хейфец Б.А. Решение долговых проблем. Мировой опыт и российская действительность. М: ИКЦ «Академкнига», 2002. С. 92.

73. Хейфец Б.А. Указ. соч. С. 95.

45,8 млрд долл., тогда как банки и нефинансовые корпорации в форме портфельных инвестиций, ссуд и займов (т.е. без учета прямых инвестиций) – около 25 млрд долл. за то же время. Значительный удар по притоку краткосрочного иностранного капитала в Россию нанес азиатский финансовый кризис 1997 г., последствия которого национальная финансовая система ощутила в конце 1997 г. в виде начавшегося оттока капитала. Переломным моментом для только начинавшейся складываться модели интеграции национального финансового сектора в мировую экономику стал кризис 1998 г.

2) Последствия кризиса 1998 г. привели к значительным изменениям в модели внешней открытости российской финансовой системы. Прежде всего, следует заметить, что кризис сам по себе имел внутреннюю природу, хотя импульсом для его развития послужили внешние факторы: вывод средств иностранными инвесторами с развивающихся рынков в ходе азиатского финансового кризиса и падение мировых цен на нефть. Кризис привел к резкому сокращению притока капитала в российскую экономику, при этом в отдельные годы (2000–2001 гг.) выплаты по обязательствам предшествующего периода превышали увеличение новых внешних обязательств (см. табл. 1).

Резкое обесценение рубля в 1998–1999 гг. вызвало рост относительных показателей открытости российской финансовой системы, в то время как абсолютные значения показателей (в долларовом выражении) практически не росли или даже уменьшались. Так, произошло резкое увеличение долговой нагрузки на экономику: в 1999 г. внешний долг России превышал 90% ВВП (при этом в его структуре около 77% приходилось на государственный долг). Степень долларизации экономики резко увеличилась в III квартале 1998 г. с 17–18% в первом полугодии 1998 г. до 31,4%<sup>74</sup>; несколько выросли по сравнению с 1997 г. масштабы бегства

---

74. Рассчитано на основе данных сборника Международного валютного фонда International Financial Statistics.

капитала (относительно величины экспорта). Между тем, чистая покупка наличной иностранной валюты по сравнению с 1997 г. сократилась в долларовом выражении в 6,3 раза. Таким образом, в кризисный период усилилось влияние внешних факторов на экономику.

Посткризисный период (по ряду показателей – до 2002 г.) был отмечен снижением активности по участию России в мировых финансовых потоках (см. табл. 1). Яркой иллюстрацией этого тезиса служит динамика внешних активов и пассивов банковской системы. С 1998 по 2002 гг. внешние активы банковской системы устойчиво превышали ее внешние пассивы при тенденции к сокращению доли обоих показателей в совокупных активах<sup>75</sup>. Другой пример – постепенное сокращение внешнего долга государства (со 157,8 млрд долл. на 1 января 1999 г. до 104,3 млрд долл. на 1 января 2003 г.) при сохранении корпоративной внешней задолженности на относительно стабильном уровне в 30–40 млрд долл. до 2002 г.<sup>76</sup>

Степень долларизации на протяжении посткризисного периода устойчиво держалась на уровне 27–31% при незначительной тенденции к понижению. При этом в 1999–2001 гг. чистая покупка иностранной валюты населением была относительно невысокой – 2,1–2,7 млрд долл. в год<sup>77</sup>. На наш взгляд, это можно объяснить действием «эффекта дохода», когда население продавало иностранную валюту для поддержания уровня потребления при сокращавшихся реальных доходах после кризиса. Одновременно в 1999–2001 гг. происходило снижение относительных показателей бегства капитала из российской экономики – с 17–21 до 14–15% совокупного экспорта.

---

75. Доля внешних активов сократилась с 23,4% на конец 1999 г. до 14,6% на конец 2002 г., доля внешних пассивов – с 14 до 9,9% за тот же период. Рассчитано на основе данных International Financial Statistics и Центрального банка Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

76. По данным Центрального банка Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

77. Рассчитано на основе данных из различных выпусков Бюлетеня банковской статистики (<http://www.cbr.ru/publ/main.asp?Prtid=BBS>).

Таким образом, в посткризисный период произошло сокращение степени участия России в мировых финансовых потоках при увеличении значимости активов и пассивов, номинированных в иностранной валюте, внутри страны в период непосредственно после кризиса. На степень участия России в трансграничных финансовых потоках также оказало свое влияние усиление валютного регулирования, проведенное в 1998–1999 гг. для ограждения национальной экономики от негативных последствий внешних шоков.

3) В 2003 г. началось устойчивое улучшение внешнеэкономической конъюнктуры в России и произошел выход на траекторию экономического роста с высокими темпами. Преодоление последствий кризиса позволило постепенно ослабить режим валютного регулирования, а с июля 2006 г. были отменены все ограничения на трансграничное движение капитала. Одновременно складывалась благоприятная ситуация в мировой финансовой системе, характеризовавшаяся низким уровнем процентных ставок и снижением премии за риск для стран с развивающимися рынками. Это позволило активно наращивать как внешние обязательства, так и активы (см. табл. 1).

Следует отметить значительное увеличение объемов внешнего долга (со 152,3 млрд долл. на 1 января 2003 г. до 542,1 млрд долл. на 1 октября 2008 г.), достигнутое за счет заимствований банков и корпоративного сектора (государственный внешний долг продолжал сокращаться, как и в посткризисный период).

Рассматриваемый период характеризовался снижением значимости фактора долларизации российской экономики. На конец 2007 г. степень долларизации составляла около 14%. В 2003–2005 гг. временно возобновился рост чистой покупки иностранной валюты населением (в 2005 г. этот показатель составил около 20 млрд долл.), но в 2006–2007 гг. наблюдалось его резкое снижение (до 3,3 млрд долл. в 2007 г.). Подобная динамика во многом объяснялась номинальным укреплением рубля по отношению к доллару США и реальным — к

доллару и евро (см. табл. 2), что делало невыгодным вложения в иностранные валюты, тем более в наличной форме.

Таблица 2 Темпы прироста номинального и реального курса рубля (в %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Номинальный курс к								
доллару	-7,0	2,2	6,5	1,9	4,0	6,3	3,1	-28,3
евро	...	...	...	1,6	3,3	-2,6	-3,8	-17,3
Реальный курс к								
доллару	6,0	13,6	15,1	10,8	10,7	12,8	13,3	-18,3
евро	...	...	5,6	12,1	11,5	4,2	6,4	-7,3
Реальный эффективный курс	1,6	0,8	6,1	8,1	9,4	4,2	5,1	-6,7

Источник: Центральный банк Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

Примечания: Все показатели являются среднегодовыми.

\* Данные за январь–май 2009 г. (к январю–маю 2008 г.)

Отличительной особенностью периода 2000-х гг. стало бурное развитие российского фондового рынка при активном участии иностранного капитала<sup>78</sup>. Свою роль здесь сыграли значительная недооцененность активов (образовавшаяся в результате «провала» рынка после кризиса 1998 г.), устойчивый экономический рост, укрепление рубля в номинальном выражении, снятие валютных ограничений.

Таким образом, в период 2003–2007 гг. происходило увеличение относительных показателей открытости российской финансовой системы внешнему миру при одновременном снижении значимости валютных активов внутри страны. Вместе с тем подобное усиление открытости несло с собой дополнительные риски для экономики. Преобладал приток в российскую экономику краткосрочного иностранного капитала, который мог ее быстро покинуть. При этом устойчивость экономического роста внутри страны также сильно зависела от внешнего фактора — динамики цен на нефть.

78. Вопрос об оценках участия нерезидентов в развитии российского фондового рынка подробно рассматривается в: Смыслов Д.В. Иностраный капитал на фондовом рынке России // Деньги и кредит. 2008. № 1.

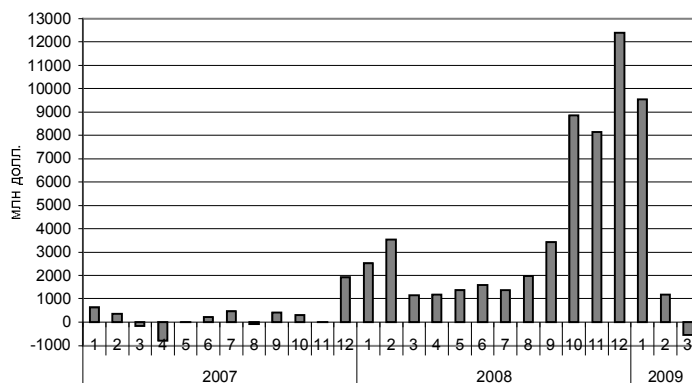


4) Мировой финансовый и экономический кризис 2007 г. оказал разрушительное воздействие на российскую экономику по двум основным каналам: оттока иностранного капитала (для закрытия позиций в собственных национальных экономиках) и падения цен на нефть. Как следствие, летом 2008 г. началось падение российских фондовых индексов, а с августа 2008 г. — устойчивое сокращение объемов российского экспорта, продолжавшееся до января 2009 г. При этом, в отличие от 1998 г., основные источники современного кризиса лежат во внешней сфере, хотя они и наложились на внутренние проблемы российской экономики (низкий уровень ее диверсифицированности, недостаточно устойчивая финансовая система, проблемы доверия и др.).

Снижение уровня доверия в экономике привело к возобновлению увеличения степени ее долларизации. Степень долларизации существенно возросла в последнем квартале 2008 г. (с 15,9% на 1 октября 2008 г. до 23,3% на 1 января 2009 г.), в том числе под воздействием ожиданий дальнейшего снижения курса национальной валюты, и в первом квартале 2009 г. (до 28,3% на 1 апреля 2009 г.<sup>79</sup>) с учетом эффекта резкого падения валютного курса в январе 2009 г. Еще более показательное снижение доверия на фоне ожиданий падения курса национальной валюты отразилось на динамике чистой покупки иностранной валюты населением (см. рис. 1). Если в 2007 г. этот показатель был равен 3,3 млрд долл., то в 2008 г. — уже 47,6 млрд долл. При этом следует отметить, что в значительных объемах покупка иностранной валюты началась уже в конце 2007 г. и первых месяцах 2008 г., что свидетельствует о проявившихся заранее негативных ожиданиях населения.

---

79. Рассчитано на основе данных Центрального банка Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).



Источник: рассчитано на основе данных Бюлетеня банковской статистики. М.: Центральный банк Российской Федерации. Различные выпуски

Рисунок 1 Чистая покупка иностранной валюты населением в России в 2007–2009 гг.

В целом с точки зрения открытости национальной экономики трансграничным потокам капитала кризис повлек за собой резкое сокращение внешних обязательств, особенно заметное при сопоставлении показателей первого и второго полугодий 2008 г. (см. табл. 1) при временном увеличении роли внешних активов. В этом отношении его последствия схожи с кризисом 1998 г. Однако при более детальном рассмотрении мы можем констатировать, что в 2008 г. не произошло столь существенного увеличения долговой нагрузки на экономику, как это было раньше, в большей степени усилились процессы долларизации национальной экономики, особенно в абсолютном выражении, но в целом их значимость для национальной денежно-кредитной сферы была меньшей, чем в 1998 г. Особо следует подчеркнуть резко возросший отток капитала из страны. По итогам IV квартала 2008 г. чистый вывоз капитала частным сектором составил, по данным Центрального банка, 130,5 млрд долл., а в I квартале 2009 г. – еще 38,8 млрд долл. Что касается упомянутых выше показателей бегства капитала, то они, как и следовало ожидать, увеличились во втором полугодии 2008 г. (до 11–14% от экспорта) и достигли пика в первом квартале 2009 г. (25–30% от экспорта).

Заслуживает отдельного рассмотрения влияние степени открытости российской экономики в каждый из периодов на денежно-кредитную политику в стране.

### **Денежно-кредитная политика в условиях разных моделей открытости экономики**

Денежно-кредитная политика на начальном этапе перехода к рынку была в большей степени направлена на решение внутренних проблем трансформационного периода. Тем не менее использование режима валютного коридора и приток значительного объема спекулятивного иностранного капитала при устойчивом оттоке национального капитала за границу и высоком уровне долларизации национальной экономики, безусловно, оказали влияние на характер и глубину кризиса 1998 г.

Кризис 1998 г., обозначивший один из крупных рубежей в трансформационном периоде развития российской экономики, как известно, привел и к смене режима денежно-кредитной политики. Произошел вынужденный отказ от режима валютного коридора при одновременном введении достаточно жестких валютных ограничений. Через некоторое время Центральный банк продолжил регулирование валютного курса, хотя и в неявной форме (официально действовал режим управляемого плавления, хотя на практике денежные власти достаточно жестко регулировали валютный курс рубля). Однако к 2003 г. сложилась ситуация, при которой Центральный банк начал ослаблять регулирование валютного курса под влиянием благоприятных внешнеэкономических условий и постепенного открытия национальной финансовой системы внешнему миру путем снятия валютных ограничений и роста объемов привлеченного иностранного капитала (в том числе возвращавшегося под видом иностранного прежде бежавшего из страны национального капитала). Результатом стало значительное укрепление реального валют-

ного курса рубля к доллару США в 2003 – первой половине 2008 гг. (см. табл. 2). Оно было частично компенсировано более низкими темпами роста реального курса по отношению к евро и валютам других стран – торговых партнеров России и при переходе в качестве ориентира регулирования валютного курса не на доллар США, а на бивалютную корзину, в которой постепенно увеличивалась доля евро.

Таким образом, основным трансмиссионным каналом денежно-кредитной политики фактически становился канал валютного курса<sup>80</sup>. Предотвращая чрезмерный рост обменного курса рубля, Центральный банк России тем самым поддерживал экспортные производства и сдерживал рост импорта. Действенность этого канала была ограниченной, поскольку сырьевой экспорт поддерживал в основном рост цен на нефть, а несырьевой экспорт при отсутствии государственной поддержки не получил существенного развития с помощью иных инструментов.

Кроме того, как уже отмечалось рядом исследователей, в том числе А.Д. Некипеловым<sup>81</sup>, в 2004–2007 гг. сложилась система, в которой функции денежно-кредитной политики одновременно выполняли собственно денежно-кредитная политика (главным образом нацеленная на регулирование валютного курса и отчасти – на стерилизационные операции по устранению эффектов роста денежной массы от увеличения валютных резервов) и бюджетно-налоговая политика (осуществлявшая в этом «тандеме» исключительно стерилизационные функции). Итогом подобного сочетания мер экономической политики с точки зрения участия экономики страны в трансграничных финансовых потоках

---

80. Канал валютного курса, действовавший в России, можно было бы назвать «прямым» каналом валютного курса, поскольку в данном случае денежно-кредитная политика (в широком смысле, включая валютную политику) оказывала непосредственное воздействие на обменный курс путем проведения валютных интервенций, а не опосредованное (через процентную ставку), как в развитых странах.

81. См., например, Некипелов А.Д. Риски денежно-кредитной политики и современные финансовые кризисы // Экономика Украины. 2009. № 2.

было значительное накопление международных резервов<sup>82</sup>, размещавшихся за рубежом, то есть экспорт капитала по линии государства. Максимального значения объем международных резервов достиг в начале августа 2008 г., составив около 598 млрд долл.<sup>83</sup> Подобный отток капитала происходил на фоне острой нехватки инвестиционных ресурсов для модернизации ряда отраслей национальной экономики. Тем не менее денежные власти придерживались консервативных способов управления валютными резервами и не использовали их для модернизации экономики, хотя подобные предложения звучали<sup>84</sup>.

В силу того, что экономические агенты в основном использовали каналы самофинансирования или привлечения ресурсов из-за рубежа, спрос коммерческих банков на ресурсы Центрального банка был невысоким, и канал процентной ставки практически не работал. При регулировании процентной ставки Центральный банк балансировал между целями стерилизации избыточной ликвидности и предотвращения притока значительного объема краткосрочного иностранного капитала в страну. Однако в условиях полностью либерализованного трансграничного движения капитала эта дилемма в принципе не могла быть решена.

Модель денежно-кредитной политики кардинальным образом изменилась, когда финансовая система России и ее экономика оказались затронуты мировым экономическим кризисом (в полной мере эти эффекты проявились уже в августе–сентябре 2008 г.). На наш взгляд, можно выделить две ключевые особенности новой модели денежно-кредитной политики России в условиях кризиса. Охарактеризуем

---

82. Следует отметить, что в российских условиях в международные резервы включаются как собственно международные резервы Центрального банка, так и часть средств резервных фондов Министерства финансов, размещенная в активах в иностранной валюте и управляемая Центральным банком.

83. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/inter\\_res\\_08.htm&pid=svs&sid=mra](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/inter_res_08.htm&pid=svs&sid=mra).

84. См., например, Некипелов А.Д. Стабилизация или стерилизация? // Независимая газета. 2006. 24 ноября.

их с точки зрения проведения этой политики в условиях открытой экономики. Дело в том, что при анализе причин современного кризиса постоянно упоминаются внешние факторы, но при характеристике антикризисных мер о них почему-то часто «забывают».

1. Следуя общему направлению, заданному в развитых странах, Центральный банк России предоставлял значительные объемы ликвидных средств коммерческим банкам для сохранения жизнеспособности банковской системы. По итогам первых месяцев 2009 г. можно сделать вывод, что с этой задачей ему удалось справиться. Однако следует отметить, какой «ценой» это было сделано. Значительные объемы полученных от Центрального банка рублевых средств были направлены коммерческими банками на валютный рынок и вывезены из страны, что привело к упомянутым выше рекордным значениям оттока капитала со стороны корпоративного и банковского секторов в конце 2008 – начале 2009 г.

2. Специфическим направлением денежно-кредитной политики для России (по сравнению с развитыми странами) стала поддержка валютного курса рубля на первом этапе острой фазы кризиса (до начала 2009 г.). Как следствие, международные резервы страны сократились с уже упомянутых 598 млрд долл. на начало августа 2008 г. до 426 млрд долл. на начало января 2009 г.<sup>85</sup> В январе 2009 г. денежные власти фактически позволили валютному курсу рубля резко снизиться (см. табл. 2), что статистически отразилось в существенном замедлении темпов сокращения валютных резервов с середины января 2009 г.

Вопрос о необходимости сдерживания обесценения рубля во второй половине 2008 г. остается в литературе дискуссионным. С одной стороны, изначально оказывалось давление на Центральный банк с целью позволить валютному курсу существенно упасть, при этом считается, что издержки

---

85. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/inter\\_res\\_08.htm&pid=svs&sid=mra](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/inter_res_08.htm&pid=svs&sid=mra).

разового обесценения ниже, чем постепенного (в том числе с позиций расходования международных резервов). С другой стороны, необходимо учитывать ряд важных в российских условиях соображений. Во-первых, это значительный объем внешней задолженности в абсолютном выражении. Пусть в относительном выражении бремя внешнего долга было не столь существенным, но при резком падении валютного курса оно могло вырасти до критических величин (как это произошло в 1999 г.). Заметим, во-вторых, что вариант со значительным обесценением национальной валюты был вполне реальным (отчасти это подтвердило и дальнейшее развитие событий) в условиях резко снизившегося уровня доверия внутри национальной экономики и наличия склонности к хранению активов в иностранной валюте. Тем самым открывалось пространство для роста спекулятивного спроса на иностранную валюту. Таким образом, вариант с постепенным снижением валютного курса следует признать обоснованным, но следует заметить, что Центральному банку не удалось реализовать его в полной мере, а издержки этого варианта были увеличены в результате отказа от применения валютных ограничений.

Общий результат денежно-кредитной политики в условиях кризиса складывался из действия двух упомянутых направлений. Здесь следует отметить, что вплоть до начала 2009 г. происходило сокращение денежной массы под влиянием продажи иностранной валюты Центральным банком (с 1 сентября 2008 г. по 1 февраля 2009 г. денежная масса в национальном определении сократилась на 17,5%<sup>86</sup>). То есть монетарный эффект от поддержания курса национальной валюты перекрывал эффект от поддержки ликвидностью коммерческих банков. Нельзя назвать успешным и эффект от денежно-кредитной политики с точки зрения воздействия на реальный сектор экономики: по итогам первого квартала

---

86. [http://www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/MS.asp?Year=2008&pid=dkfs&sid=dm](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MS.asp?Year=2008&pid=dkfs&sid=dm) и [http://www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/MS.asp?Year=2009&pid=dkfs&sid=dm](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MS.asp?Year=2009&pid=dkfs&sid=dm).

2009 г. реальный ВВП в России сократился на 9,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, продукция промышленного производства в январе–апреле 2009 г. снизилась на 15%, инвестиции в основной капитал – на 15,8%<sup>87</sup>.

Вместе с тем, следует отметить ряд положительных последствий с точки зрения реакции денежно-кредитной политики на кризис. Во-первых, эта реакция была достаточно оперативной, и во главу угла была поставлена задача спасения банковской системы и поддержки экономики, а не борьба с инфляцией. Во-вторых, были введены в действие новые, нетрадиционные инструменты предоставления ликвидности, в том числе, например, беззалоговые кредиты коммерческим банкам. В-третьих, появилось пространство для усиления реакции национальной экономики на изменения процентной ставки, что в перспективе может содействовать развитию трансмиссионного канала денежно-кредитной политики, связанного с процентной ставкой. Важной предпосылкой для позитивных изменений в денежно-кредитной политике посткризисного периода должно стать усиление роли финансовых рынков в экономике, но с учетом тех возможных рисков их развития, которые проявились в экономиках США и ЕС, а также с учетом негативного российского докризисного опыта, когда основное место на этих рынках занимали иностранные инвесторы. Повышению эффективности проведения денежно-кредитной политики будет способствовать формирование национальных финансовых рынков с опорой на отечественных инвесторов.

С точки зрения выбора режима денежно-кредитной политики представляется, что таргетирование какого-либо одного показателя в условиях значительного уровня внешней открытости вряд ли приведет к успешным результатам, поэтому было бы целесообразным установить некоторые допустимые диапазоны отклонений основных макроэконо-

---

87. По данным Министерства экономического развития Российской Федерации ([www.economy.gov.ru](http://www.economy.gov.ru)).



мических показателей, на которые может воздействовать денежно-кредитная политика, со сменой акцентов между ними в зависимости от текущих условий. То есть речь идет об относительном ограничении режима дискреционной денежно-кредитной политики. На наш взгляд, в российских условиях в числе подобных показателей должен находиться и валютный курс в силу значительного влияния его изменений на национальную экономику по широкому спектру направлений: от воздействия на экспорт до определения цены ряда финансовых активов.



М.С. Любский\*

Влияние внешних шоков  
на денежно-кредитную  
политику России\*\*

Глобальный экономический кризис, который начался в финансовой сфере, стал серьезным испытанием для экономики России, ее экономической политики в целом и денежно-кредитной политики в особенности. Чтобы оценить влияние этого небывалого внешнего шока на российскую денежно-кредитную политику и ее роль в преодолении последствий кризиса, необходимо определить специфику денежно-кредитной политики страны. При этом следует обратить внимание на ее экономическую и концептуальную базу, а также на место этой политики в качестве одной из основных составляющих экономической политики. Рассмотрение этих вопросов поможет дать оценку адекватности принимаемых денежно-кредитных мер и наметить возможные конструктивные пути повышения эффективности денежно-кредитной политики.

Экономическая основа российской денежно-кредитной политики определяется характером экономики, которая, по сути, является рентной. Именно это качество определяет особенности всех сфер хозяйственной системы страны. Рентная экономика представляет собой деформированное

---

\* Любский Михаил Сергеевич — к.э.н., ведущий научный сотрудник Центра сравнительных исследований трансформационных процессов Института экономики РАН.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках совместного научно-исследовательского проекта РФФИ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 08-02-91205 а/У.

рыночное хозяйство, в котором отдельные рынки не сливаются в единое целое, слабо взаимодействуют друг с другом и организуются лишь в интересах рентополучателей. Это относится и к финансовому рынку, в рамках которого валютный, кредитный и фондовый рынки являются пока маловзаимосвязанными. Финансовый рынок оказывается разделенным на две части: в одной тон задают крупные компании, в другой участниками рынка выступают промышленные фирмы, мало влияющие на его конъюнктуру. Прямым следствием и свидетельством аномального характера рентной экономики является тот факт, что во всем мире рост малого и среднего бизнеса опережает экономический рост, а в России экономика растет, а малое и среднее предпринимательство находится в роли пасынка.

Совершенно прав академик Д.С. Львов, считавший, что «главным, пока еще мало задействованным источником нашего развития является рента»<sup>88</sup>. В России, в отличие от многих других стран, основной вклад в прирост совокупного чистого дохода вносит не труд и даже не капитал, а рента — доход от использования земли, территории страны, ее природных ресурсов, магистральных трубопроводов, средств сообщения, монопольного положения производителей важных видов продукции, пользующихся повышенным спросом на рынке. На долю ренты сегодня приходится примерно 75% общего дохода страны.

Возможности присвоения сырьевой ренты, прежде всего компаниями ТЭК, делают все остальные отрасли неконкурентоспособными, т.к. свободные капиталы и иностранные инвестиции, естественно, направляются туда, где можно получить сверхприбыли. Норма прибыли в нефтегазовой отрасли доходит до 250–300%, в то время как в нормальной рыночной экономике она не превышает 25–30%. Сохраняется резкое различие в динамике добывающих отраслей и производства машин и оборудования. «Удельный вес России в мировой

---

88. Львов Д. Вернуть народу ренту. М.: Алгоритм, 2004. С. 28.

торгове машиностроительной продукцией колеблется вокруг 0,5%. По экспорту технологий и наукоемких товаров мы в разы уступаем не только США, Южной Корее и Китаю, но теперь уже и Таиланду и Филиппинам.

Доля оборудования возрастом более 20 лет перевалила за 50%. Россия вплотную приблизилась к утрате собственной технологической базы как в машиностроении, так и в индустрии народного потребления. По расчетам РАН, в перспективе страна будет приобретать за рубежом до 60% технологий<sup>89</sup>.

В российской рентной экономике господствуют естественные монополии, которые в сочетании с монополизмом торговых сетей определяют особенности внутреннего ценообразования, темпы инфляции, динамику покупательной способности рубля, т.е. стабильность денег.

Дело в том, что в качестве официальной доктрины в России принят монетаризм. В условиях неразвитости конкурентной среды власти пытаются бороться с инфляцией с помощью монетаристских методов вместо того чтобы принимать решительные меры по изменению структуры экономики и стимулированию внутреннего спроса. При этом не учитывают, что монетарная (т.е. денежно-кредитная и валютная) политика, как правило, эффективна только в условиях развитой рыночной экономики, необходимых для ее функционирования институтов и сильной государственной власти. Поскольку эти условия в России еще только создаются, российский монетаризм носит примитивный характер и временно оказывает очень негативное влияние на развитие экономики и денежно-кредитную политику, которая, особенно в условиях кризиса, неадекватна созданной экономической системе. Одним из наиболее характерных свидетельств этого стал искусственный зажим денежного предложения под влиянием сокращения валютных резервов и увеличения процентной ставки во второй половине 2008 г., т.е. в начале кризиса, и продолжение такой политики в первые месяцы 2009 г. При

---

89. Экономические новости России и Содружества. 2007. № 13. С. 5.

этом поставленная цель (снижение инфляции), естественно, не достигается, растет непокрытый спрос на кредитные ресурсы. Журнал РБК писал по этому поводу: «Внутренние угрозы для российской экономики – это крайне жесткая политика ЦБ, направленная на борьбу с инфляцией, и рост проблемных кредитов, который может привести к кризису банковской системы страны. Сжатие денежной массы и поддержание высокого уровня процентных ставок крайне негативно отражаются на состоянии отечественной экономики. Монетарная политика Центробанка должна быть смягчена в кратчайшие сроки, иначе выздоровление экономики может затянуться».<sup>90</sup>

Кризис вынудил власти вспомнить о плюсах кейнсианства и усилить роль государства в решении финансовых и экономических проблем. Это нашло свое выражение в рассматриваемых далее антикризисных мерах.

Отмеченная специфика российской экономики и концептуальной основы денежно-кредитной политики тесно связана с другой особенностью этой политики, которая была характерна для нее до кризиса и присуща ей по сей день. Как известно, в широком смысле под денежно-кредитной политикой понимается совокупность мер в области денежного обращения и кредита, направленных на стимулирование экономического роста, обеспечение стабильности денег, занятости, выравнивание платежного баланса. В более узком смысле денежно-кредитная политика – это комплекс мер центрального банка и правительства по обеспечению необходимого экономике количества денег, определению их цены (т.е. процентной ставки), объема банковских кредитов, величины валютного курса и золотовалютных резервов. Специфика российской денежно-кредитной политики состоит в том, что она постоянно подменяется финансовой (бюджетно-налоговой) политикой. Конечно, эти важнейшие составляющие экономической политики государства все

---

90. РБК. 2009. № 6. С. 24.

время взаимодействуют. Однако решение денежно-кредитных проблем не должно быть приоритетом Министерства финансов<sup>91</sup>. Иначе роль Банка России, его независимость от политической конъюнктуры в значительной мере превращаются в фикцию. Безусловно, российская специфика требует активного использования всех средств денежно-кредитной и финансовой политики, а также усилий Федеральной антимонопольной службы для достижения главной цели – обеспечения повышения покупательной силы рубля. Ответственный за денежно-кредитную политику в Банке России А. Улюкаев отмечает, что «проведение последовательной денежно-кредитной политики само по себе не является достаточным для контроля над инфляционными процессами. Здесь весьма важна координация денежной политики с политикой в области регулирования цен и тарифов на услуги естественных монополий, реформирования системы субсидирования цен на социальные услуги (ЖКХ, общественный транспорт), налоговой политикой (в первую очередь в части изменения и индексации косвенных налогов, например, акцизов) и таможенной политикой в отношении импорта (импортные пошлины)»<sup>92</sup>. К сожалению, пока такая координация в предкризисные годы и первые месяцы кризиса не привела к заметному снижению темпов реальной инфляции, поскольку не затронула главного его источника – монополизма и произвола в ценообразовании на продукцию компаний ТЭК.

Состояние российской экономики и проведение эффективной денежно-кредитной политики значительно осложняются тем, что на внутренние системные причины кризиса наложились внешние факторы. При этом глобальный кризис высветил серьезные ошибки и просчеты в общем экономическом курсе России, ее монетарной и финансовой политике,

---

91. Это особенно наглядно проявилось в создании и использовании стабилизационного фонда, который одновременно являлся частью профицита бюджета и в то же время учитывался в золотовалютных резервах.

92. Улюкаев А.В. Современная денежно-кредитная политика. М: «Дело», 2008. С. 10–11.



которые пока лишь больше на словах направлены на кардинальную модернизацию экономики и ее развитие по инновационному пути.

Проблемы и вызовы, вышедшие на первый план в условиях кризиса, можно разделить на проблемы в валютной и денежно-кредитной сферах, имея в виду, что они тесно взаимосвязаны.

Главное негативное влияние на российскую экономику и ее денежно-кредитную сферу оказали такие факторы, как массированный отток капитала из страны; падение капитализации фондового рынка; огромный частный внешний долг; падение цен на нефть; сокращение притока валюты от экспорта энергоносителей; очень высокая инфляция; снижение курса рубля и его покупательной способности; проблемы финансирования и рефинансирования банковских кредитов на внутреннем кредитном рынке.

Западные компании, пытаясь как-то поправить свое финансовое положение, стали продавать свои активы и выводить капиталы из стран с развивающимися рынками, к которым относится и Россия. Одновременно начали «схлопываться» спекулятивные фондовые пузыри. Если в 2007 г. чистый приток капитала в страну составил 83 млрд долл., то только в октябре 2008 г. его отток оценивался в 50 млрд долл. Из-за падения курса акций рынок ценных бумаг в 2008 г. потерял 500–700 млрд долл.<sup>93</sup>

В октябре 2008 г. внешний долг российских банков и компаний составил примерно 500 млрд долл., т.е. превысил сумму золотовалютных резервов. По оценкам, около 200 млрд долл. предстоит погасить в 2009–2010 гг. Эта величина (в рублевом выражении) на 20% превышала совокупный капитал банковской системы страны и составляла более трети общего объема кредитов, предоставленных российскими банками реальному сектору экономики<sup>94</sup>. Отметим,

---

93. Эксперт. 2008. № 43. 3–9 ноября. С. 26.

94. The New Times. 2008. October. P. 1–2.

что на начало 2005 г. этот долг оценивался в 100 млрд долл. С.Алексашенко обращает внимание на то, что «Минфин и Центробанк спокойно взирали на взрывообразный рост корпоративного долга». Далее он пишет: «Уже год назад (т.е. осенью 2007 г. — М.Л.) стало понятно, что российская экономика является заложницей не только мировых цен на нефть, но и движения капитала. И вот обе эти угрозы материализовались»<sup>95</sup>.

В условиях дефицита ликвидности у зарубежных кредиторов, не позволяющего продлить сроки кредитов, и нехватки денег у российских должников государству (хотя формально оно не отвечает по долгам акционерных компаний и банков) пришлось предоставить должникам помощь в размере 50 млрд долл., взяв их из валютных резервов. Однако часть этих государственных средств была использована банками не по назначению, в том числе для валютных спекуляций. Следует отметить, что акции российских компаний использовались в качестве залога при получении кредитов, а при их обесценении возникли требования компенсировать кредиторам потерю стоимости залога.

В связи с огромным частным долгом возник вопрос об адекватности валютного режима, в частности полной свободы движения капитала. В поисках выхода из сложившейся ситуации российские экономисты предлагают различные степени жесткости меры и совершенно справедливо рекомендуют использовать зарубежный опыт в этой области. Известный российский ученый В. Иноземцев пишет: «... государству сегодня нужно перекрыть отток капитала из страны. И если это нельзя сделать жесткими мерами, следует пойти иным путем и заставить заплатить за долговой кризис тех, кто аккумулировал все эти долги: олигархов и госкорпорации. Следует отказаться от помощи нерадивым заемщикам и допустить их (не государства!) дефолты»<sup>96</sup>.

---

95. Там же.

96. Эксперт. 2008. № 49. 15–21 декабря. С. 68.

Он ссылается на опыт Малайзии, которая в сентябре 1998 г. ввела запрет на экспорт капитала за исключением оплаты импортных контрактов. Весь экспорт был номинирован только в долларах для их притока в страну. Малайзийским банкам запрещалось предоставлять кредиты иностранным компаниям и покупать активы за рубежом. Эти меры привели к значительному сокращению оттока капитала из страны.

В. Иноземцев отмечает, что малайзийский опыт вряд ли даст желаемый результат в России, поскольку «малайзийской политической элите можно было не оглядываться на Запад, с которым нынешняя российская финансовая и политическая олигархия связана бесчисленными нитями. Управление экономикой было организовано куда более профессионально, чем в сегодняшней России, а коллективизм населения вообще невозможно сравнивать с современным российским индивидуализмом. Помимо этого малайзийский ответ был дан тогда, когда кризис прошел свою наиболее острую фазу, а мы сегодня вряд ли еще достигли «дна»<sup>97</sup>.

Наше правительство не решается применить жесткие меры в области трансграничного движения капитала. Единственное, что было сделано — это повышение ставки рефинансирования Банка России осенью 2008 г. Но учетная ставка, как известно, пока играет в России скорее роль ориентира и практически не влияет на приток и отток капитала.

Председатель Правительства В. Путин, а за ним председатель Банка России С. Игнатьев заявили, что нужно жестко пресекать не только нелегальные финансовые потоки, но и вообще внимательно отслеживать ситуацию с движением капиталов. Правда, не ясно, как это можно сделать, если нет механизма контроля за этими операциями. В. Путин сказал, что «...речь не идет о введении валютного контроля... Это был бы откат от всего, что мы делали в последние годы. Я, во всяком случае, противник этого»<sup>98</sup>. Другими словами,

---

97. Эксперт. 2008. № 49. 15–21 декабря. С. 66.

98. Коммерсант. 2008. 11 ноября.

правительство не намерено вводить какие-либо валютные ограничения.

Когда глобальный финансовый кризис охватил всю экономику, стали падать цены на нефть и другие основные российские экспортные товары. Если в третьем квартале 2008 г. экспорт составлял около 137 млрд долл., то в четвертом — лишь немногим больше 98 млрд долл. Наши компании начали отказываться от ранее намеченных инвестиционных проектов, сокращать заказы смежникам. Вскоре это вызвало падение валютных поступлений от экспорта и доходов от производства.

Важным фактором, осложнившим экономическую ситуацию и проведение денежно-кредитной и валютной политики в первые кризисные месяцы, был всплеск спроса на иностранную валюту на валютном рынке и со стороны граждан. В октябре 2008 г. они сняли с валютных счетов 6,5 млрд долл., приобрели через обменные пункты иностранной валюты на сумму 11,2 млрд долл.

При росте спроса на доллары обострилась проблема поддержания курса рубля, на которое Банку России потребовались огромные суммы в долларах для валютных интервенций. Только в сентябре—октябре 2008 г. Банк России потратил для этого 57,5 млрд долл., а в последние месяцы 2008 г. и первые месяцы 2009 г. — еще более 100 млрд долл. В результате этого заметно сократились валютные резервы. В этих условиях Банк России совершенно оправданно, но с большим опозданием начал проводить политику «мягкой девальвации» рубля, постепенно расширяя границы колебания его курса к доллару и евро.

Согласно оценкам, каждый процент снижения курса рубля к «корзине» доллар-евро ведет в среднем к росту цен на 0,3%. Это значит, что в 2009 г. при девальвации рубля на 40–50% темп инфляции будет выше примерно на 12–15 процентных пунктов<sup>99</sup>. В сочетании с причинами, действу-

---

99. Известия. 2008. 9 декабря. С. 8.

ющими со стороны производства и импорта, это вызывает ускорение роста потребительских цен. С середины 2007 г. темп инфляции превышал прогнозы правительства. До кризиса росту цен постоянно способствовали такие факторы, как уже отмеченный монополизм в экономике, рост мировых цен на энергоносители (который совершенно не оправдывает повышение внутренних цен, например на бензин), продовольственная зависимость от импорта (по оценкам, на импорт приходится около половины потребления продовольственных товаров).

В условиях кризиса жизненно важными становятся проблемы финансирования и рефинансирования банковских кредитов, их стоимости, денежной эмиссии, доверия к рублю и банкам.

Прекращение внешнего финансирования за счет кредитов зарубежных банков и попытки его замещения централизованной закачкой денег привели в итоге к росту дефицита необходимых экономике кредитных ресурсов и повышению процентных ставок. Это явилось одним из главных факторов падения инвестиций в реальный сектор.

В последние месяцы 2008 г. и первые месяцы 2009 г. выросли доля просроченной задолженности по кредитам юридическим лицам и населению, невозврат долгов, «плохие» долги. Самый большой риск сконцентрирован в строительстве и операциях с недвижимостью (это примерно 12% всех кредитов). Падение цен на недвижимость уже достигло 30% от своего максимума (в сентябре 2008 г.), и именно такую долю — порядка 30% собственного финансирования — предполагалось покрыть кредитами данному сектору. Почти все эти кредиты потребуют той или иной формы реструктуризации, и многие объекты, вероятно, будут какое-то время оставаться недостроенными, что существенно снижает оценку подобных активов.

Второй по глубине спада и в то же время достаточно закредитованный сектор — обрабатывающая промышленность (около 10% кредитов) — пока что сконцентрировал

наиболее значительные убытки (179 млрд руб., по данным за январь–февраль 2009г.). Здесь самый высокий риск многократной реструктуризации кредитов, особенно в инвестиционном машиностроении и промышленности строительных материалов. Риски кредитов обрабатывающим отраслям повышает и девальвация (в данном секторе сосредоточено 20% всех валютных кредитов).

Перекося в сторону валютных пассивов, отчасти связанный с девальвацией, сохранился и по сей день. Переводить их в рублевые кредиты слишком рискованно, и этот риск способствует слишком высоким кредитным ставкам. Оценивая будущую ситуацию, С. Журавлев отмечает, что «...по мере того, как все эти следы будут уходить в прошлое, состояние кредита, по-видимому, все больше будет определяться, с одной стороны, перегруженностью балансов банков плохими ссудами. А с другой — тем, что заемщики из реального сектора не в состоянии обслуживать кредиты и по ставкам, в которых отражены затраты на компенсацию потерь по плохим кредитам. Этот кредитный ступор потребует каких-то новых действий. В частности, разгрузки балансов банков от плохих ссуд»<sup>100</sup>.

Проблема обеспечения экономики необходимыми кредитными ресурсами серьезно осложняется тем, что кредиторы (и заемщики) утратили доверие друг к другу. Опрос устойчивых банков, которые могут выдавать кредиты, показал, что они не доверяют заемщикам, т.к. не уверены в своевременном погашении кредита.

Правительство и Банк России принимают меры к выходу из кризиса. В 2008 г. в экономику было направлено более 6 трлн руб. (т.е. 13% ВВП) для поддержки банковской системы и реального сектора<sup>101</sup>. В начале декабря 2008 г. было объявлено о дополнительных антикризисных мерах. В частности, правительство выделяет 300 млрд руб. в качестве государс-

---

100. Эксперт. 2009. № 17–18. 11 мая. С. 21.

101. Известия. 2008. 9 декабря. С. 8.

твенных гарантий по кредитам предприятиям. Кроме того, ряд банков сможет продать свои ипотечные кредиты государству и тем самым улучшить свое финансовое положение. Однако одна из главных проблем состоит в том, что до конкретных предприятий деньги по-прежнему доходят с трудом. В связи с этим газета «РБК Daily» писала: «... чтобы обеспечить кредитную разморозку, нужно в том числе напрямую поддерживать определенный уровень кредитоспособности потенциальных заемщиков – как компаний, так и физических лиц. Применяя административные пути решения проблем, пытаясь искусственным путем заставить банки вновь начать кредитовать, регулирующий орган подрывает рыночные экономические стимулы принятия решений о выдаче кредита, что может в среднесрочной перспективе привести к перекосам в качестве кредитных портфелей.

Разработка мер по поддержке кредитоспособности, безусловно, не должна ложиться только на плечи Банка России – это скорее более широкая макроэкономическая задача. Но если она будет решена, то маскировать накопившиеся «плохие» кредиты на балансах банков просто не будет нужды – устойчивость банковского сектора больше не будет находиться под угрозой»<sup>102</sup>.

В Программе антикризисных мер правительства Российской Федерации на 2009 год<sup>103</sup> Правительство намерено обеспечить поддержку 295 системообразующих предприятий, позаботиться о «длинных» и недорогих деньгах для предприятий и населения. Однако о том, как именно побудить банки кредитовать реальный сектор, Программа умалчивает.

В Программе по-прежнему семь приоритетов: выполнение в полном объеме обязательств государства перед населением, сохранение и усиление промышленного потенциала,

---

102. РБК-Daily (приложение «Финансы»). 2009. Апрель. С. 20.

103. Речь идет об окончательном варианте Программы, утвержденном Правительством 19 июня 2009 г.

активизация внутреннего спроса на российские товары, стимулирование инноваций и структурная перестройка экономики, снятие барьеров для предпринимательской деятельности, формирование мощной финансовой системы и сохранение доверия российских и иностранных инвесторов.

Правительство обещает сдерживать рост тарифов естественных монополий, а финансирование их инвестиционных программ предлагает обеспечивать за счет внедрения энергосберегающих технологий, современных логистических схем, ограничения повышения зарплаты работников и вознаграждения руководства.

С 555 млрд руб. до 495 млрд руб. снижены расходы на банковскую систему: за счет сокращения объемов капитализации ВТБ и ВЭБа бюджет сэкономит 50 млрд руб., еще на 10 млрд руб. сокращено фондирование коммерческих банков за счет средств Фонда национального благосостояния.

Программа очень многословна и, как и первый ее вариант, фактически является заявлением о намерениях. «Этот документ выглядит декларативным, — считает главный экономист «Тройки Диалог» Е. Гавриленков. — Антикризисная программа должна быть четкой и короткой, а этот вариант сложно даже прочитать, не говоря уже о том, чтобы в него вникнуть»<sup>104</sup>.

Возможно, что более эффективному использованию государственных средств будет способствовать создание Российского финансового агентства, которое будет управлять всеми финансовыми потоками государства. В марте 2009 г. был закончен проект создания такого агентства.

Банк России принял ряд мер, направленных на увеличение ликвидности и кредитных возможностей банков. Были снижены нормативы обязательных резервов. В октябре 2008 г. система инструментов Банка России была пополнена кредитами без обеспечения, были увеличены сроки рефинансирования по отдельным операциям. В конце 2008 г. Банк

---

104. РБК Daily. 2009. 22 июня. С. 2.



России увеличил сроки рефинансирования по операциям прямого репо, ломбардным кредитам и кредитам под «нерыночные» активы или поручительства. С апреля по начало августа 2009 г. Банк России пять раз снижал ставку рефинансирования. С 10 августа она составляет 10,75%.

Все эти денежно-кредитные меры оказали определенное позитивное воздействие на кредитную систему и экономику. Однако кризис продолжает углубляться. За январь–май 2009 г. ВВП в годовом исчислении сократился на 10%, падают инвестиции, закрываются предприятия, растет безработица, увеличиваются неплатежи, растет «потребительская» инфляция, нестабилен курс рубля.

В этих условиях трудно переоценить роль активной денежно-кредитной и валютной политики, проведение которой возможно лишь в случае преодоления ее зависимости от внешних факторов, т.е. от состояния торгового и платежного баланса. Жесткая привязка денежной массы к золотовалютным резервам (и курса рубля к доллару) лишает Банк России возможности проводить кредитную экспансию для повышения ликвидности банковской системы и кредитования предприятий. Совершенно справедливо А. Попов отмечает: «Парадокс ситуации в том, что снижение темпов кредитования реального сектора – это прямое следствие кредитно-денежной политики Центробанка, наложившееся на мировой кризис»<sup>105</sup>.

В условиях постоянного сокращения финансовой основы экономики, роста дефицита бюджета необходима эффективная система рефинансирования и при этом, по мнению А. Привалова, «возможно, даже эмиссия под крупные инфраструктурные проекты. Недостаток же денег и кредита стимулирует проинфляционное поведение компаний, которые стремятся к сокращению издержек и максимизации нормы прибыли, а не к расширению оборота за счет снижения маржи и выхода на новые рынки. Если ничего не поменять

---

105. Ведомости. 2009. 25 июня. С. АО4.

в российских финансах, то всей стране только и останется ждать, когда же, наконец, изменится внешнеэкономическая конъюнктура, а ждать этого, видимо, придется долго»<sup>106</sup>.

Очень важную роль в решении назревших экономических проблем, преодолении кризиса призвано сыграть развитие так называемого трансмиссионного механизма, т.е. системы передачи импульсов денежно-кредитной и валютной политики на экономику в целом, ее реальный сектор и финансовые рынки. Этот механизм обеспечивает соединение и взаимодействие денежного предложения и спроса на деньги, влияет на цены, финансовые активы, в которые вкладываются сбережения. Одной из важнейших функций этого механизма в конечном счете является обеспечение стабильности рубля, снижение темпов инфляции. Трансмиссионный механизм органически связан с разрабатываемой Банком России системой таргетирования инфляции, которая позволит повысить доверие экономических агентов к денежно-кредитной политике и улучшить макроэкономическую динамику.

В перспективе эффективная денежно-кредитная надстройка является необходимым фактором перехода к новой модели развития российской экономики, основанной не на высоких ценах на нефть и дешевых иностранных кредитах, а на инновационном прорыве и активной структурной и промышленной политике, которые позволят отойти от примитивной структуры экономики, поднять ее на уровень современных научно-технологических достижений, обеспечить конкурентоспособность обрабатывающей промышленности на мировом рынке.

---

106. Эксперт. 2009. № 18. 2–8 марта. С. 17.

Ю.М. Голанд\*

Взаимосвязь денежно-  
кредитной и валютной  
политики в России  
в период кризиса\*\*

Острый финансовый кризис разразился в России во второй половине 2008 г. неожиданно. Казалось, что накопленные золотовалютные резервы в сумме 596,5 млрд долларов на 1 августа 2008 г.<sup>107</sup> могут гарантировать стране безопасность от серьезных потрясений. Для понимания, почему это не произошло, надо иметь в виду, что иностранная валюта в России с конца 1980-х гг. выполняет роль средства страховки сбережений от обесценивания, и, как показывает опыт, при всяком ухудшении экономического положения физические и юридические лица стремятся поменять рубли на доллары или евро. В развитии кризиса проявилась взаимосвязь денежно-кредитной и валютной политики, под которой в условиях либерализации валютного регулирования мы будем подразумевать прежде всего курсовую политику Центрального банка (ЦБ).

В последние годы ЦБ устанавливает курс рубля к бивалютной корзине, стоимость которой складывается из 0,55 курса рубля к доллару и 0,45 – к евро. Рыночная стоимость бивалютной корзины в первом полугодии 2008 г. колебалась в узком коридоре между 29,6 и 29,9 руб. Это период характеризовался большим притоком валюты в страну. Главным

---

\* Голанд Юрий Маркович – к.э.н., ведущий научный сотрудник Центра финансово-банковских исследований Института экономики РАН.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РГНФ в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 08-02-91205 а/У.

107. Бюллетень банковской статистики. 2008. № 12. С. 34.

образом эти успехи объяснялись благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой. Например, среднемесячная цена на нефть «Юралс» поднялась с 89 долл. за баррель в январе 2008 г. до рекордной величины в 130 долл. за баррель в июле. По данным платежного баланса, профицит счета текущих операций в первом полугодии 2008 г. составил 63,2 млрд долл. Кроме того, в этот период продолжалось интенсивное привлечение зарубежных кредитов и займов. Внешняя задолженность банков и прочих коммерческих секторов возросла с 419 млрд долл. на 1 января 2008 г. до 489,8 млрд долл. на 1 июля того же года<sup>108</sup>.

В этих условиях денежные власти на первый план выдвигали борьбу с инфляцией, которая в первые месяцы 2008 г. ускорилась. В соответствии со своим пониманием причин инфляции как чисто денежного явления и методов ее ограничения Банк России с января по июль 2008 г. 4 раза повышал процентные ставки по своим операциям и столько же раз повышал нормативы обязательных резервов. В результате несколько выросли процентные ставки по кредитам финансовым организациям и населению. В то же время прирост этих кредитов за указанное полугодие сохранился примерно на уровне 2007 г. — 18,1%. Несмотря на то что темп кредитования остался примерно на уровне прошлого года, темп прироста рублевой денежной массы M2 по отношению к началу года за январь — июнь 2008 г. снизился по сравнению с первым полугодием 2007 г. почти в 3 раза — с 20,7 до 7,3%<sup>109</sup>.

На фоне замедления темпа роста денежной массы увеличение притока валюты привело к укреплению курса рубля. Банк России считал это целесообразным для снижения цен импортных товаров и уменьшения инфляции. Но вместе с тем укрепление рубля вело к понижению конкурентоспособности российских товаров, особенно обрабатывающих производств. В результате становилось все выгоднее импортировать

---

108. Вестник Банка России. 2009. № 29–30. С. 144.

109. Бюллетень банковской статистики. 2008. № 12. С. 45.

товары и уменьшалась рентабельность экспорта. Начиная с 2003 г. импорт товаров увеличивался ежегодно более чем на четверть, а в первом полугодии 2008 г. — на 41,5% по сравнению с I полугодием 2007 г.<sup>110</sup> Импорт машин, оборудования и транспортных средств, металлов и изделий из них, текстиля и обуви увеличился по стоимости более чем в полтора раза. А это в свою очередь негативно влияло на развитие ряда отраслей обрабатывающей промышленности.

Падал даже номинальный курс доллара с 24,9 руб. на 23 января до 23,1 руб. на 16 июля 2008 г. При этом не учитывалось, что длительное чрезмерное укрепление рубля порождает угрозу резкого его падения в случае ухудшения платежного баланса, как это произошло осенью 1998 г. А такая опасность уже возникла в связи с кризисными явлениями на мировых финансовых рынках, которые рано или поздно должны были привести к оттоку капитала и затруднениям в получении новых кредитов. Следовало, не дожидаясь реализации на практике этих потенциальных угроз, прекратить укрепление рубля и, по крайней мере, не допускать снижения номинального курса доллара. Важно, что в условиях продолжавшегося роста валютных поступлений в страну можно было прекратить укрепление рубля путем увеличения покупок иностранной валюты Банком России, не вызывая у населения панику и повышения спроса на валюту.

Денежные власти не стали вносить этих изменений в курсовую политику, надеясь на продолжение благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. Эти надежды скоро развеялись. С августа 2008 г. валютные поступления стали сокращаться. Среднемесячная цена на нефть «Юралс» с июля по ноябрь 2008 г. снизилась со 130 долл. за баррель до 51 долл. Снизились цены и на другую значимую категорию нашего экспорта — металлы. В результате экспорт товаров сократился с 47,3 млрд долл. в июле 2008 г. до 30,3 млрд долл. в ноябре<sup>111</sup>. Одновре-

---

110. Вестник Банка России. 2008. № 64–65. С. 83.

111. Бюллетень банковской статистики. 2009. № 5. С. 35.

менно под влиянием ухудшения ситуации на мировых рынках стало значительно труднее получать новые кредиты и рефинансировать старые, увеличился отток капитала, в том числе и из-за обострения отношений с развитыми странами. Уже в августе 2008 г. наблюдался значительный отток иностранного капитала под влиянием событий в Грузии. Инвесторы продавали акции, на рубли покупали валюту и переводили ее за границу. За неделю с 8 по 15 августа валютные резервы РФ сократились на 16,4 млрд долл.

Одновременно денежные власти стали вливать ликвидность в банковскую систему. С 8 по 12 августа Минфин разместил на месячных депозитах в 12 банках 119 млрд руб. средств из федерального бюджета. Ранее таких масштабных поступлений не было, обычно еженедельно размещалось не более 20 млрд руб. В ту же неделю объем операций Банка России на ежедневных аукционах прямого репо превышал 100 млрд руб. В результате, несмотря на ухудшение внешних условий, финансирование экономики не ослабло, а даже несколько улучшилось. Так, кредиты и прочие размещенные средства, предоставленные нефинансовым организациям, возросли за август 2008 г. на 3,4%, что превосходило ежемесячный рост кредитов в апреле–июле. Казалось бы, подтвердилась способность денежных властей компенсировать за счет резервов внешние потери.

В этих условиях возрос курс доллара с 23,4 руб. на 1 августа до 24,6 руб. на 30 августа. Курс евро колебался с тенденцией к некоторому снижению, частично следуя за ослаблением евро на мировом рынке. В результате стоимость бивалютной корзины на протяжении августа незначительно колебалась в пределах ранее установленного коридора до 29,9 руб. Отсюда денежные власти делали вывод о стабильности ситуации на рынке, и население в известной мере соглашалось с этой оценкой: повышенного спроса на иностранную валюту не наблюдалось. Вместе с тем на протяжении августа индекс РТС снизился примерно на 15%, а положение на фондовом рынке рано или поздно должно было сказаться и на валютном рынке.

В сентябре индекс РТС продолжил свое падение, снизившись за месяц на 29%. В начале месяца импульс к снижению дал отток иностранных инвесторов под влиянием ухудшения наших отношений с Западом после войны в Грузии и признания Южной Осетии и Абхазии. Еще один удар нашему фондовому рынку нанесло обострение мирового финансового кризиса, которое повлекло за собой увеличение масштабов выводов акций из развивающихся рынков. Однако далее вступили в действие чисто экономические факторы, политика послужила только спусковым импульсом.

Важное значение имело укрепление доллара. К 11 сентября его курс вырос на 4,5% по отношению к значению на 1 сентября, достигнув 25,78 руб. за долл., и только после этого стал снижаться до конца сентября. Курс евро на протяжении месяца колебался в узком диапазоне, и соответственно стоимость бивалютной корзины также находилась в узком коридоре, но уже вблизи 30,3 руб. Денежные власти надеялись, что, как и в августе, повышенного спроса на иностранную валюту не будет. Однако они ошиблись. И предприятия, и население не обращали большого внимания на стабильность бивалютной корзины, а смотрели на рост курса доллара, который стимулировал переводить в него рубли. Одновременно население стало меньше продавать иностранную валюту в обменных пунктах, и в результате чистый спрос на валюту (покупки за вычетом продаж) увеличился более чем в 3 раза по сравнению с августом.

Международные резервы РФ за сентябрь 2008 г. снизились примерно на 25,4 млрд долл. Центральному банку пришлось осуществить в сентябре значительные валютные интервенции, чтобы предотвратить резкое падение рубля. За этот месяц нетто-продажи им иностранной валюты составили 17,2 млрд долларов и 0,5 млрд евро<sup>112</sup>. Рост спроса на валюту шел на фоне значительных вливаний ликвидности в банковскую систему со стороны денежных властей. Были забыты

---

112. Вестник Банка России. 2008. № 61. С. 3.



все предыдущие утверждения о необходимости ограничения роста денежного предложения для борьбы с инфляцией. Тут сказалось и влияние политики денежных властей в других странах, прежде всего в США, которые после банкротства крупнейшего инвестиционного банка “Lehman Brothers” в середине сентября встали на тот же путь.

В сентябре Банк России существенно увеличил и объем проводимых сделок по операциям прямого репо. Еще одной формой помощи банковской системе со стороны ЦБ явилось значительное снижение резервных требований с 18 сентября, которое дало всем банкам дополнительные средства на общую сумму около 300 млрд руб. Еще большее значение имели вливания Минфина. Он разместил на банковских депозитах средства федерального бюджета на общую сумму около 851 млрд руб., в том числе примерно 330,3 млрд руб. сроком на 3 месяца. С учетом платежей объем задолженности кредитных организаций по размещенным на депозитах средствам федерального бюджета возрос с 166,3 млрд руб. на 1 сентября до 634,6 млрд руб. на 1 октября 2008 г.<sup>113</sup>.

Таким образом, на протяжении сентября 2008 г. государство, с одной стороны, вливало ликвидность в банковскую систему, а с другой — поддерживало стабильность бивалютной корзины. В результате значительная часть предоставляемой ликвидности вкладывалась в иностранную валюту, иностранные активы банков за август—сентябрь 2008 г. возросли в рублевом выражении на 824 млрд руб. Частично такая политика объяснялась необходимостью накопить средства для уплаты значительных платежей по внешним займам банков и их клиентов, которые приходились на 3 и 4 кварталы. На 1 октября внешний долг банков и прочих коммерческих секторов достиг 499,3 млрд долл.<sup>114</sup>, а рефинансировать этот долг за счет получения новых займов стало уже очень сложно из-за кризиса на мировом финансовом рынке.

---

113. Там же. С. 8.

114. Бюллетень банковской статистики. 2009. № 5. С. 20.

В целом и в сентябре государство удерживало ситуацию под контролем, и власти продолжали сохранять оптимизм. Показательно, что в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год, принятых в середине октября 2008 г., в качестве наихудшего сценария макроэкономического развития сохранялся вариант с приростом ВВП в 2009 г. на 5,7%.

Ситуация кардинально изменилась в октябре в связи с углублением кризиса. Банк России продолжал поддерживать стоимость бивалютной корзины в узком коридоре вблизи 30,4 руб., при этом курс доллара вырос с 25,4 руб. на 1 октября до 27,3 руб. на 29 октября, курс евро снизился в тот же период с 36,5 руб. до 34,1 руб. Не обращая внимание на стабильность бивалютной корзины, население и юридические лица увеличивали спрос на иностранную валюту. В октябре населением был предъявлен максимальный с 1996 г. спрос на наличную валюту. Ее купили в обменных пунктах и операционных кассах на 87% больше, чем в сентябре, причем долларов и евро – примерно поровну на общую сумму в 11,1 млрд долл.<sup>115</sup> Рублевые вклады в банках за месяц сократились примерно на 447 млрд руб., а валютные вклады в рублевом исчислении возросли на 92 млрд руб.<sup>116</sup> Это означает, что население, переводя рубли в валюту, большую ее часть не оставляло в банках, не доверяя им.

Продолжало ухудшаться состояние платежного баланса из-за падения цен на основные экспортные товары и оттока капитала. Золотовалютные резервы сократились с 556,8 млрд долларов на 1 октября до 484,6 млрд долл. на 1 ноября<sup>117</sup>. Объем нетто-продажи иностранной валюты Банком России в октябре 2008 г. составил 43,1 млрд долл.<sup>118</sup>, что явилось дополнительным фактором изъятия рублевой ликвидности. Для ее

---

115. Вестник Банка России. 2008. № 71. С. 4.

116. Бюллетень банковской статистики. 2008. № 12. С. 100.

117. Бюллетень банковской статистики. 2009. № 5. С. 36.

118. Вестник Банка России. 2008. № 70. С. 13.

пополнения государство значительно увеличило помощь банковской системе и некоторым отраслям экономики. Минфин продолжил размещение бюджетных средств на депозитах коммерческих банков. Задолженность кредитных организаций по депозитам федерального бюджета возросла за месяц примерно на 243 млрд руб., дойдя до 877,5 млрд руб.<sup>119</sup> С 1 октября началось регулярное снижение экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Был повышен до 700 тыс. руб. гарантированный государством размер вкладов в банках.

Банк России начал предоставление кредитов без обеспечения, на срок до 5 недель они были предоставлены на сумму почти 449 млрд руб., на срок до 3 месяцев – на сумму примерно 183 млрд руб. Были еще раз снижены отчисления в фонд обязательного резервирования, и с 15 октября установлены нормативы в размере 0,5% по всем видам резервируемых обязательств.

В то же время существенно выросли иностранные активы банков – в рублевом выражении на 732 млрд руб., т.е. продолжался перевод полученных средств в валюту. Именно отток капитала, а не падение цен на товары нашего экспорта явился главной причиной ухудшения состояния платежного баланса. Действительно, сокращение экспорта на 5 млрд руб. в месяц было на порядок меньше оттока капитала. Коренной вопрос заключается в определении причин такого оттока. Частично он был связан с уходом иностранных инвесторов под влиянием мирового кризиса и платежами по внешним займам, но, пожалуй, не меньшее значение имела экономическая заинтересованность отечественных юридических и физических лиц в переводе рублей в иностранную валюту. Данный процесс был во многом вызван политикой денежных властей, которые не сумели снизить эту заинтересованность. Если в пассивах банков возрастает удельный вес валютных средств, то банки должны увеличивать и иностранные активы, что и приводит к оттоку капитала.

---

119. Вестник Банка России. 2008. № 70. С. 17.

Развитие событий в октябре продемонстрировало низкую эффективность политики поддержки стабильности бивалютной корзины. Она требовала все большей затраты средств и не позволила предотвратить рост спроса на иностранную валюту. Следовательно, надо было идти на девальвацию. Но требовалось выбрать — на резкую или плавную. Резкая девальвация была проведена в 1998 г. Тогда после дефолта 17 августа и отмены валютного коридора курс доллара возрос в течение 3-х недель более чем втрое — с 6,4 руб. на 18 августа до 20,8 руб. 9 сентября. В результате спрос на доллар упал, и его курс пошел вниз и держался на уровне 15–16 рублей примерно 3 месяца. Но такая резкая девальвация имела очевидные отрицательные последствия. Заранее неизвестно, до какого уровня надо опускать рубль. Сильная девальвация может крайне затруднить возврат внешних долгов, и государству придется потратить существенную часть золотовалютных резервов на помощь заемщикам. А ведь целесообразность резкой девальвации мотивируется именно желанием их сэкономить.

Вместе с тем сильная девальвация неизбежно приводит к росту цен на импортные товары и общему ускорению инфляции, как это и было в 1998 г., когда индекс потребительских цен по итогам года возрос на 84%. Что же касается расширения возможностей для конкуренции с импортными товарами в результате девальвации, то этот эффект для некоторых отраслей, безусловно, мог бы иметь место, но реализация потенциального эффекта ограничена недостатком свободных производственных мощностей. Надо также иметь в виду политический аспект резкой девальвации: в 1998 г. население понимало, что у государства для иного пути нет валютных резервов. Но в 2008 г. трудно было бы обосновать отказ от их использования.

Власти избрали постепенный рост стоимости бивалютной корзины. С 30,4 руб. в начале ноября ее стоимость дошла к концу декабря до 34,3 руб., т.е. рубль ослаб по отношению к корзине на 11,4%. За тот же период курс доллара вырос с 27 руб. до 29 руб., и курс евро — с 34,4 руб. до 40,8 руб. Отказ

от поддержания стабильности корзины стал для участников рынка подтверждением намерения денежных властей идти на девальвацию, что придало добавочный стимул спросу на иностранную валюту.

За ноябрь—декабрь 2008 г. объем нетто-продажи инвалюты Банком России составил около 100 млрд долл. Продолжался перевод рублевых вкладов в банках в валютные. За ноябрь—декабрь рублевые вклады сократились на 280 млрд руб., а валютные возросли в рублевом исчислении на 650 млрд руб.<sup>120</sup>. Соответственно обострялась потребность в дополнительных вливаниях ликвидности в банковскую систему. Основную роль в решении этой задачи принял на себя Банк России, ибо Минфин прекратил размещение бюджетных средств на депозитах коммерческих банков в связи с необходимостью финансирования бюджетных расходов в условиях снижения налоговых поступлений. Из Фонда национального благосостояния Внешэкономбанку было выделено 365 млрд руб., за счет которых были предоставлены субординированные кредиты на срок до конца 2019 г. двум госбанкам: ВТБ в размере 200 млрд руб., Россельхозбанку на 25 млрд руб. и 3 крупным коммерческим банкам на общую сумму 17,1 млрд руб.

Банк России значительно увеличил выдачу кредитов. Основным каналом их предоставления на сроки до 6 месяцев стали кредиты без обеспечения. Задолженность по ним кредитных организаций на конец декабря 2008 г. составила 1,77 трлн руб.<sup>121</sup> Эти средства предоставлялись только имеющим рейтинги банкам. Из общего количества в 1100 банков таких всего примерно 120, но и из них не все получили кредиты. Кроме того, Банк России предоставил Сбербанку субординированный кредит на срок до конца 2019 г. в размере 300 млрд руб.

Большее число банков могут получить кредиты в другой форме — под залог векселей и кредитных требований.

---

120. Бюллетень банковской статистики. 2009. № 5. С. 102.

121. [www.cbr.ru/statistics/](http://www.cbr.ru/statistics/).

Более 300 банков заключили генеральные договоры с Банком России на получение таких кредитов на срок до 6 месяцев, и в ноябре Банк России предоставил их на сумму в 102 млрд руб., а в декабре – на 215,4 млрд руб.<sup>122</sup> Тем не менее большинство банков и в этой форме не могут получить необходимое кредитование. По данным на 1 января 2009 г. на долю 200 крупнейших кредитных организаций приходилось 98,6% всех средств, полученных от Банка России, в том числе на долю 30 крупнейших банков – 84,9%.<sup>123</sup>

Можно сказать, что у нас слишком много банков, и нет большой беды, если кризис приведет к сокращению их числа. Но нельзя забывать, что средние и мелкие банки обслуживают небольшие предприятия, которые нередко встроены в производственные цепочки по выпуску сложных изделий. Заменить их крупным банкам будет непросто.

Перевод рублевых средств в иностранную валюту привел к сокращению денежной массы. Показатель М2 сократился с 1 сентября 2008 г. по 1 февраля 2009 г. на 2,5 трлн руб.<sup>124</sup> Данные о темпах прироста показателя М2 за 2008 г. наглядно демонстрируют этот процесс. За последние 10 лет только в 1998 г. наблюдалась схожая динамика. В табл. 1 приводятся соответствующие данные; для сравнения используется 2007 г.

Таблица 1 Темпы прироста денежной массы М2 к началу года (в %)

	1.02	1.03	1.04	1.05	1.06	1.07	1.08	1.09	1.10	1.11	1.12
2008	-2,7	-1,4	0,8	0,6	3,4	7,3	7,1	9,5	8,3	1,9	-0,3
2007	-3,3	-1,0	4,6	11,2	18,9	20,7	21,4	24	27,8	27	35,2
1998	-2,5	-1,9	-2,5	-0,4	0,4	0,1	-2,3	-6,3	0,0	3,4	8,9

Источник: данные Центрального банка Российской Федерации

Сокращение рублевой денежной массы неизбежно влечет за собой неплатежи и бартер, от которых мы успели

122. Бюллетень банковской статистики. 2009. № 5. С. 60.

123. Вестник Банка России. 2009. № 11. С. 8.

124. Бюллетень банковской статистики. 2009. № 5. С. 47.

отвыкнуть за последние годы. Вновь начался процесс долларизации сбережений со всеми отрицательными последствиями. Удельный вес вкладов в иностранной валюте в общей сумме банковских вкладов физических лиц возрос с 13,5% на 1 августа 2008 г. до 33,9% на 1 февраля 2009 г.<sup>125</sup>

Этот процесс остановился после того, как в конце января 2009 г. Центральный банк объявил об установлении предела повышения стоимости бивалютной корзины на уровне 41 руб. Эту меру надо было принять раньше, но, как говорится, лучше поздно, чем никогда. С начала февраля 2009 г. спрос на иностранную валюту стал замедляться, и курс рубля начал постепенно укрепляться. Острая фаза финансового кризиса окончилась. Хотя ситуация на валютном рынке нормализовалась, но осталась другая серьезная проблема – кредитное сжатие, ведущее к дальнейшему спаду производства.

Естественно, что финансовый кризис со временем неизбежно захватывает реальный сектор. Так происходит во всех странах. У нас этот процесс случился очень быстро, падение производства в отдельных отраслях измеряется десятками процентов. В I полугодии 2009 г. ВВП, по предварительной оценке Минэкономразвития России, снизился на 10,1% против соответствующего периода 2008 г. Усугубляет ситуацию неопределенность в курсовой политике, которая вызывает добавочные курсовые риски в процессе кредитования. Когда неизвестно, как изменится курс валюты за период, на который предоставлен кредит, то и банку, и заемщику трудно оценить риски и подобрать соответствующие процентные ставки. Если заемщик реализует продукцию внутри страны в рублях, то ему выгодно получать рублевые кредиты, а банку, у которого пассивы размещены в иностранной валюте, наоборот, это может быть невыгодно, и для снижения риска он должен повышать проценты по кредитам. Банку становится выгоднее кредитовать в иностранной валюте, чем в рублях, но тогда валютный риск переносится на заемщика.

---

125. Бюллетень банковской статистики. 2009. № 5. С. 102.

В связи с замедлением роста мировой экономики и падением спроса и цен на энергоносители и другие сырьевые товары на первый план выходит развитие внутреннего спроса. Здесь определяющую роль призвано играть государство, накопившее большие резервы. Следовательно, важно, чтобы предоставленные банкам средства доходили до реального сектора экономики. Пока этого нет. За январь–май 2009 г. кредитование экономики практически не росло. Частично это связано с неопределенностью относительно перспектив развития экономики. Указанная неопределенность вызывает недоверие к надежности заемщиков со стороны банков.

Когда в условиях кризиса и спада в экономике цена кредита превышает 20% годовых, то кредиты становятся недоступными для большинства предприятий реального сектора, учитывая, что рентабельность проданных товаров в первом квартале 2009 г. составила 11% против 15,5% в I квартале предыдущего года<sup>126</sup>. Фактически воздвигается барьер на пути выхода из кризиса. Для изменения ситуации важное значение имеют те сигналы, которые дает Центральный банк (ЦБ) коммерческим банкам размером своей ставки рефинансирования. С начала кризиса ЦБ, в отличие от других стран, стал повышать ставку рефинансирования, вступая в противоречие с экономической логикой, которая требует стимулировать производство в период спада. С середины июля до начала декабря 2008 г. она повышалась с 11% до 13% и оставалась на этом уровне до конца апреля 2009 г.

Руководители ЦБ утверждали, что снизить ставку рефинансирования нельзя при существующем уровне инфляции, который измеряется индексом потребительских цен. Его прирост ожидается в 2009 г. на уровне 12–13%. Однако в последнем квартале 2008 г. под влиянием кризиса цены производителей стали падать. Логично было бы для определения ставки измерять уровень инфляции не индексом потребительских цен, а индексом-дефлятором валового внутреннего продукта

---

126. [www.economy.gov.ru](http://www.economy.gov.ru).



(ВВП). Ведь он отражает изменение не только потребительских цен, но и цен производителей в промышленности, сельском хозяйстве, строительстве. По данным Росстата, индекс-дефлятор ВВП за I квартал 2009 г. по отношению к ценам I квартала 2008 г. составил 105,8%, т.е. примерно вдвое меньше, чем рост потребительских цен в годовом исчислении.

На эту величину и можно ориентироваться при установлении ставки рефинансирования. ЦБ с конца апреля 2009 г. начал ее снижение и соответственно — ставок по другим своим операциям, доведя ее к середине июля до 11%. Но этого снижения недостаточно. Ставку можно незамедлительно снизить примерно до 8%. Именно по такой ставке предоставляются субординированные кредиты госбанкам и некоторым коммерческим банкам сроком на 10 лет. Соответственно должны быть снижены ставки и по другим операциям ЦБ.

Снижение ставки рефинансирования даст сигнал к понижению процентных ставок коммерческих банков. Вместе с тем само по себе оно не может решить проблему, ведь доля средств ЦБ в пассивах банковской системы составляет примерно 10%. В несколько раз выше удельный вес депозитов физических и юридических лиц, годовая доходность по которым сейчас приближается к 10%. Коммерческий банк не может выдавать кредиты себе в убыток по ставкам меньше, чем привлеченные им средства. Однако если будут снижены ставки по кредитам ЦБ, то спрос на них возрастет. Это, в свою очередь, ослабит заинтересованность банков в привлечении дорогих ресурсов и может привести к снижению ставок по депозитам. Тогда привлеченные ресурсы в целом станут дешевле, и у банков появится возможность снизить свои ставки по кредитам предприятиям. Снижение процентных ставок, делая доступнее кредит, должно облегчить восстановление производства, одновременно уменьшая себестоимость продукции заемщика.

При этом надо учитывать, что в кризис неизбежно возникает большая неопределенность в перспективах спроса на многие виды продукции. Предоставлять кредит предпри-

ятиям, которые будут производить товары для того, чтобы забивать ими свои склады, нецелесообразно. Кредиты следует предоставлять тем предприятиям, которые могут наладить выпуск пользующихся спросом товаров. Банки могут успешно развиваться, если у них есть надежные и эффективные заемщики. Наличие таких заемщиков уменьшает риски кредитования и тем самым позволяет снижать ставки. А это снижение, в свою очередь, расширяет круг тех предприятий, которые в состоянии своевременно платить проценты по кредитам. На первый план выдвигается отбор жизнеспособных предприятий с эффективным управлением.

Т.А. Кричевская\*

Финансово-  
экономический кризис  
и институциональные  
ограничения денежно-  
кредитной политики\*\*

В основе механизма современной денежно-кредитной политики лежит влияние центрального банка на макроэкономические показатели посредством изменения краткосрочных процентных ставок по операциям центральных банков (сроком от овернайт до двух недель). Основным механизмом влияния центральных банков на ключевую процентную ставку является проведение операций репо с государственными ценными бумагами. *Выбор процентной ставки* (цены денег), а не их количества в качестве инструмента денежно-кредитной политики определяется господствующей кейнсианско-неоклассической парадигмой, согласно которой ценовой механизм является эффективным регулятором рынка. Отдельные провалы рынка корректируются посредством фискальной и отраслевых политик, которые вмешиваются в процессы распределения. Денежно-кредитная же политика осуществляет контрциклическое регулирование, не выделяя особые рынки. Институционально такая специфика денежно-кредитной

---

\* Кричевская Татьяна Александровна – к.э.н., старший научный сотрудник Института экономики и прогнозирования НАН Украины.

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке НАН Украины в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 14-08/08-02-91205 а/У.

политики отразилась в предоставлении независимости центральным банкам. Выбор краткосрочной процентной ставки в качестве главного инструмента денежно-кредитной политики исходит из так называемой гипотезы рыночных ожиданий, согласно которой доходность долгосрочных инструментов является средним геометрическим ожидаемых доходов по краткосрочным инструментам:

$$(1 + i_t)^n = (1 + i_{st}^{y1})(1 + i_{st}^{y2}) \dots (1 + i_{st}^{yn}), \text{ где}$$

$i_t$  – процентная ставка по долгосрочным инструментам;  
 $i_{st}^n$  – процентная ставка по краткосрочным инструментам в  $n$ -ном году.

Премия за риск принимается фиксированной.

В современных кейнсианско-неоклассических макроэкономических моделях влияние денежно-кредитной политики на реальную экономику полностью зависит только от текущей процентной ставки центрального банка и ее ожидаемой в будущем динамики.

*Выбор операций репо* (сделки с обязательством обратной покупки/продажи) в качестве механизма изменения ключевой процентной ставки центрального банка обусловлен нежеланием государства вмешиваться в структуру балансов финансовых посредников, которая, как полагается, лучше всего определяется рынком, и желанием минимизировать уровень риска баланса центрального банка (при проведении операций аутрайт на открытом рынке центральный банк подвергается рыночному риску).

Предпринимая усилия по выходу из кризиса, ведущие центральные банки снизили процентные ставки по своим операциям до беспрецедентно низких уровней (например, текущий уровень процентной ставки Банка Англии (0,5%) является самым низким в его 315-летней истории). Такого рода корректировка происходит на фоне снижения инфляции до уровня ниже целевого ориентира и даже дефляции (табл. 1).

Таблица 1 Отклонение инфляции от целевых ориентиров и процентные ставки некоторых центральных банков по состоянию на 30.08. 2009 г.

	Целевой инфляционный ориентир	Индекс потребительских цен (январь–июль 2009 / январь–июль 2008)	Ключевая процентная ставка центрального банка	Значение (% годовых)	Дата последнего изменения
США	в явном виде не устанавливается	-2,1	Федеральная резервная ставка (целевой диапазон)	0,00–0,25 ↓	16.12.2008
Великобритания	2%	1,7	Официальная ставка – ставка по резервам банков в Банке Англии	0,5 ↓	5.03.2009
Япония	в явном виде не устанавливается	-2,2	Целевое значение ставки по кредитам овернайт	0,1 ↓	19.12.2008
Канада	2 ± 1	-0,9	Целевой ориентир для ставки овернайт межбанковского рынка	0,25 ↓	21.04.2009
Зона евро	ниже, но около 2%	-0,7	Ставка по операциям рефинансирования (количественный тендер)	1,00 ↓	13.05.2009
Швейцария	< 2%	-1,2	3-месячная ставка LIBOR CFR (целевой диапазон)	0,00–0,75 ↓	12.03.2009
Швеция	2 ± 1	-0,9	Ставка по операциям репо сроком одна неделя	0,25 ставка репо, -0,25 ставка по депозитам банков в Риксбанке	02.07.2009
Чешская Республика	3% (с января 2010 – 2%)	0,3	Двухнедельная ставка репо	1,25 ↓	06.08.2009

Источник: построено по данным OECD StatExtracts (<http://stats.oecd.org/index.aspx>) и сайтов центральных банков

Таким образом, центральные банки подошли к черте, после которой согласно кейнсианско-неоклассической традиции, стимулирующая денежно-кредитная политика теряет свою эффективность. При нулевой процентной ставке

альтернативные издержки от хранения ликвидности также становятся почти нулевыми, и попытки центрального банка простимулировать совокупный спрос при помощи увеличения денежного предложения оказываются неэффективными, поскольку спрос на деньги поглощает все приросты денежного предложения. Начало исследованию ситуации неограниченного спроса на ликвидность, известной под названием «ловушки ликвидности», было положено Дж. М. Кейнсом. В «Общей теории занятости, процента и денег» Дж. Кейнс указывает, что необходимым условием предпочтения денег как средства хранения богатства является «неуверенность относительно будущей нормы процента, т.е. относительно совокупности процентных ставок по займам различных сроков, которые будут превалировать в будущем»<sup>127</sup>.

Неэластичность долгосрочных процентных ставок в сторону снижения Дж. Кейнс также связывал с наличием «накидки на риск (в особенности на риск, связанный с неуверенностью в честности должника), которую требует заимодавец сверх чистой нормы процента»<sup>128</sup>. Впоследствии эта идея была развита Дж. Стиглицем и Б. Гринвальдом в работе «К новой парадигме монетарной экономической теории». Ситуацию ликвидной ловушки они связывают не с неограниченным спросом на деньги, а с ограниченным предложением банковских кредитов. Ликвидная ловушка согласно данному подходу — это ситуация, когда банки слишком высоко оценивают вероятность дефолта заемщиков и предпочитают вложение в безрисковые государственные ценные бумаги<sup>129</sup>.

После Великой депрессии ситуация ликвидной ловушки в развитых странах долгое время не наблюдалась. Исключением стала Япония, где после разрыва финансового пузыря в конце 1990-х гг. при практически нулевых процентных ставках кре-

---

127. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А.Г. Милейковского, И.М.Осадчей. М: Прогресс, 1978. С. 233–234.

128. Кейнс Дж. Указ. соч. С. 277.

129. Stiglitz J., Greenwald B. Towards a New Paradigm in Monetary Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

дитование частного сектора не удавалось возобновить. Когда в 2002 г. возникла угроза мировой дефляции, появилось довольно много исследований риска возникновения ликвидной ловушки, но в большинстве случаев были получены выводы об особенностях случая Японии и возникновении ликвидной ловушки в связи со спецификой ее финансовой системы.

Но в условиях современного финансового кризиса с проблемой снижения темпов роста и даже сокращением кредитования, несмотря на беспрецедентно низкие процентные ставки по операциям центрального банка, столкнулись все ведущие экономики (подобные процессы наблюдаются также в развивающихся экономиках и экономиках с формирующимися рынками, хотя они в значительной мере связаны с резким уменьшением притока иностранного капитала и ограничениями, налагаемыми Международным валютным фондом).

Исходя из гипотезы рыночных ожиданий оптимальной политикой для центрального банка в условиях приближения к нулевому уровню процентной ставки является убеждение экономических агентов в том, что низкие процентные ставки будут удерживаться достаточно долго. Это позволит добиться снижения долгосрочных процентных ставок. Действительно, центральные банки нескольких ведущих стран прибегли именно к публичному объявлению о намерении поддерживать исключительно низкие процентные ставки в течение длительного времени. Так, в пресс-релизе Федеральной резервной системы США от 18 марта 2009 г. говорится, что «экономическая ситуация обуславливает сохранение исключительно низких уровней федеральной резервной ставки на протяжении более длительного периода»<sup>130</sup>. В «Отчете об инфляции» Банка Англии от 13 мая 2009 г. также содержится имплицитное намерение удерживать низкую процентную ставку (указывается, что при сохранении текущего ее уровня ожидается

---

130. Press Release. Release Date: March 18, 2009. (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>).



сохранение темпа инфляции на уровне ниже целевых 2% до середины 2012 г.). Банк Канады пошел еще дальше — в заявлении от 21 апреля 2009 г. о снижении целевой ставки овернайт до 0,25% говорится, что «исходя из оценок будущей инфляции, Банк обязуется удерживать текущую процентную ставку до конца второго квартала 2010 года»<sup>131</sup>.

Казалось бы, при современных монетарных режимах, обеспечивающих высокий уровень формализации, прозрачности денежно-кредитной политики и, соответственно, доверия к ней, обеспечить устойчивость ожиданий относительно процентной ставки несложно. Но на практике центральный банк, действующий в режиме инфляционного таргетирования, попадает в ловушку прозрачности своей же политики. Ключевые участники рынков хорошо понимают принципы принятия решений в области денежно-кредитной политики в условиях инфляционного таргетирования (и не только самой ортодоксальной его формы) и понимают, что как только возникнет риск повышения инфляции, центральный банк изменит политику. Таким образом, первое институциональное ограничение, возникающее в условиях финансово-экономического кризиса, которое можно выделить, — это неэффективность процентного канала монетарной трансмиссии, а второе — контрэффективность доверия к антиинфляционной политике.

В контексте анализа ситуации в Японии в многочисленных исследованиях был предложен ряд нетрадиционных способов достижения эффективности денежно-кредитной политики в условиях, близких к нулевым процентным ставкам центрального банка. Среди них:

1. *Введение налога на ликвидность.* Ликвидная ловушка при нулевой ставке процента возникает вследствие уравнивания доходности краткосрочных государственных ценных бумаг и дохода от хранения ликвидности — в данной ситуации

---

131. Bank of Canada Press Release. 2009. March 21 ([http://www.bank-banque-canada.ca/en/fixe-dates/2009/rate\\_210409.html](http://www.bank-banque-canada.ca/en/fixe-dates/2009/rate_210409.html)).

издержки хранения ликвидности приближаются к нулю, и инвесторы не покупают ценные бумаги. Установление платы за хранение ликвидности превращает даже ценные бумаги с нулевой доходностью в более привлекательную альтернативу по сравнению с хранением денег в резервах. В данной связи показательным является пример центрального банка Швеции, который в июле 2009 г. ввел оплату банков за избыточные резервы банков в Риксбанке в размере 0,25%, то есть отрицательную ставку по депозитам в центральном банке<sup>132</sup>.

2. «Денежный дождь». Объектом традиционных операций на открытом рынке являются краткосрочные долговые инструменты. При нулевой ставке процента такие ценные бумаги и деньги становятся совершенными заменителями, что препятствует проведению подобных операций центральным банком. В этом случае центральный банк может предоставлять деньги частному сектору без обмена на ценные бумаги. Такие операции иногда называют «денежным дождем». Согласно сторонникам такой политики, «денежный дождь» увеличивает богатство экономических субъектов, стимулирует потребление и совокупный спрос, увеличивает ожидаемую инфляцию, снижает таким образом реальные процентные ставки и снова через канал процентных ставок стимулирует совокупный спрос. Риск таких операций, среди прочего, связан с непредвиденными их распределительными эффектами — чем большей является неполнота информации о распределении богатства, тем большими будут искажающие распределительные эффекты. Близким аналогом денежного дождя является монетизация снижения налогов. Еще одним видом риска, связанного с разного рода монетарными трансфертами, является то, что в условиях рациональных ожиданий экономические агенты осознают нестандартность таких операций и высокую вероятность обратных операций в будущем для возвращения к инфляционному ориентиру. В таком случае стимулирующий эффект не будет достигнут. В качестве контраргумента

---

132. Repo rate cut to 0.25 per cent (<http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=32047>).

можно сказать, что даже временное увеличение богатства посредством «денежного дождя» будет иметь стимулирующий эффект в условиях существования кредитных ограничений — рациирования кредита. Еще одним аргументом против монетарных трансфертов является то, что они могут подорвать доверие к центральному банку. Но в ситуации дефляции необходимость в обратных операциях может и не возникнуть, такая политика будет соответствовать стратегии достижения инфляционного ориентира<sup>133</sup>.

3. *Проведение операций на открытом рынке с долгосрочными облигациями.* Таким образом центральный банк увеличивает ликвидность рынка в широком понимании, что снижает стоимость долгового финансирования.

4. *Девальвация национальной валюты с целью стимулирования совокупного спроса.*

Если в период угрозы мировой дефляции в начале 2000-х гг. использование нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики рассматривалось гипотетически, то в условиях современного глобального финансово-экономического кризиса центральные банки в тесной координации с министерствами финансов и финансовыми регуляторами довольно оперативно разработали широкий арсенал инструментов денежно-кредитной политики в условиях ловушки ликвидности.

В плане действий по выходу из глобального финансово-экономического кризиса, принятом на саммите G20 2 апреля 2009 г., сказано: «...наши центральные банки взяли на себя обязательство проводить политику стимулирования экономического роста до тех пор, пока это будет необходимо, и применять весь спектр инструментов кредитно-денежной политики, *включая нетрадиционные инструменты*, с учетом необходимости обеспечения стабильности цен»<sup>134</sup>.

---

133. Yates T. Monetary policy and the zero bound to interest rates: a review // European Central Bank Working Paper. 2002. N 190. October.

134. Global plan for recovery and reform: the Communiqué from the London Summit (<http://www.londonsummit.gov.uk/en/summit-aims/summit-communique/>).

В работе Л.Б. Смаги (Европейский центральный банк) указывается, что применение нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики означает изменение системы целей денежно-кредитной политики. Конечной целью становится улучшение условий финансирования экономических субъектов, а промежуточной целью, в зависимости от структуры финансового сектора экономики, могут быть либо увеличение ликвидности банковской системы в целом, либо целевая поддержка отдельных сегментов финансового рынка<sup>135</sup>. Таким образом, возникает третье институциональное ограничение эффективности денежно-кредитной политики, проявившееся в условиях кризиса: поскольку нетрадиционные меры денежно-кредитной политики призваны влиять на условия финансирования, при их разработке необходимо учитывать финансовую структуру экономики, структуру финансовых потоков, что усложняет применение стандартных моделей проведения денежно-кредитной политики.

Тут опять имеются две основных альтернативы. Одна альтернатива — пытаться влиять на уровень долгосрочных процентных ставок по всем инструментам одновременно, независимо от степени их риска. Такая политика проводится путем осуществления операций с безрисковыми финансовыми инструментами — как правило, государственными облигациями. Подобную политику принято называть политикой количественного смягчения (*quantitative easing*). Вторая альтернатива — пытаться влиять на премию за риск по конкретным инструментам. Такая политика получила название «кредитного смягчения» (*credit easing*)<sup>136</sup>. В условиях кризиса в Великобритании, где основой финансового сектора является банковская система,

---

135. Smaghi L.B. Conventional and unconventional monetary policy / Keynote lecture by Mr Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB). Geneva, 28 April 2009 (<http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>).

136. Smaghi L.B. Conventional and unconventional monetary policy / Keynote lecture by Mr Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva. 28 April 2009 (<http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>).

избран подход «количественного смягчения», нацеленный на возобновление ликвидности денежного рынка в целом. В США, в финансовом секторе которых доминируют финансовые рынки, выбрана стратегия «кредитного смягчения» — возобновление работы отдельных сегментов кредитного рынка.

*Следующий вид институциональных ограничений, который влияет на эффективность денежно-кредитной политики в условиях современного кризиса, — это собственно «правила» проведения макроэкономического регулирования, существующие в данной стране.* До кризиса все больше стран переходили к системе макроэкономического регулирования, разделяющей цели фискально-бюджетной и денежно-кредитной политики. Первая нацеливалась на сохранение устойчивости государственных финансов и справедливое распределение доходов между поколениями, а вторая — на обеспечение стабильности цен. Законодательные требования относительно прозрачности кратко-, средне- и долгосрочного бюджетного планирования обеспечивали собственно координацию двух политик — путем учета в денежно-кредитной политике макроэкономических эффектов фискально-бюджетных инициатив.

В чрезвычайных условиях, обусловленных текущим финансово-экономическим кризисом, у денежно-кредитной и фискально-бюджетной политики появляется новая общая цель — улучшение условий финансирования фирм и населения, поэтому координация между двумя политиками приобретает форму совместной деятельности. Это выражается как в создании совместных регулирующих органов, так и в модификации операционных механизмов денежно-кредитной и фискально-бюджетной политики. *Оба инструмента нацелены на выполнение общей цели, декларируемой как достижение финансовой стабильности, но на самом деле это все-таки в большей степени динамическая цель стимулирования экономики.* При этом каждый инструмент действует в рамках ограничений, определенных собственными целями: бюджетно-фискальная политика разделяет заботу о

поддержке финансового состояния субъектов экономики с денежно-кредитной политикой, учитывая угрожающий рост дефицита бюджета, а денежно-кредитная политика допускает более мощное эмиссионное финансирование экономики в условиях невыполнения инфляционной цели (см. табл. 1). То есть собственные цели денежно-кредитной и фискально-бюджетной политик превратились в ограничения, при которых оптимизируется общая целевая функция.

Что можно сказать об эффективности политики, построенной на «правилах», в условиях кризиса? В Великобритании система правил для фискально-бюджетной и денежно-кредитной политики является очень гибкой, и может быстро перестраиваться, не создавая институциональных конфликтов. Она позволяет оперативно как принимать антикризисные меры, так и выходить из них. Зона евро также действует в условиях правил: относительно дефицита бюджета — определенных Пактом о росте и стабильности, относительно инфляции — достижение темпа инфляции, близкого к 2% в среднесрочной перспективе. Но в зоне евро эти правила оказываются намного более ограничительными, не позволяя проводить политику количественного смягчения. Во-первых, Договор о Европейском Союзе запрещает монетарное финансирование дефицита бюджетов и предоставление привилегий при получении кредитов. Последнее также противоречит положению Договора, касающемуся поддержания принципа открытой рыночной экономики и сохранения дисциплинирующей функции рынков для заемщиков и кредиторов. Во-вторых, институциональным препятствием для проведения такой политики в ЕС является то, что в зону евро входят 16 стран, и возникает проблема распределения покупок государственных ценных бумаг между ними. В-третьих, операции аутрайт центрального банка с государственными ценными бумагами на вторичном рынке не запрещены, но рост их масштабов чреват превращением центрального банка в маркетмейкера для государственного долга определенных стран, что вступает в противоречие с Договором. Определенная гибкость заложена

на в механизме денежно-кредитной политики, которая изначально предусматривает намного более широкий перечень залогов, чем в других центральных банках. Возможностей ЕЦБ достаточно, чтобы стабилизировать ситуацию на денежном рынке, но что касается других возможностей монетарного регулирования количественного характера, банк находится в определенной институциональной ловушке.

Таким образом, если балансы центральных банков США и Великобритании увеличились с января 2007 г. по сентябрь 2009 г. более чем в 2 раза, то баланс Европейского центрального банка (скорректированный на увеличение вследствие включения Кипра, Мальты и Словакии) – только на 20%.

Будучи весьма ограниченным в средствах денежно-кредитного стимулирования, ЕЦБ рассчитывает на эффективность довольно тонкого механизма управления ожиданиями, построенного на минимизации активности центрального банка. В своих выступлениях на ежегодной конференции в Федеральном резервном банке Канзас Сити в 2005 и 2009 годах, президент ЕЦБ Ж.-К. Трише обосновывает оптимальность с точки зрения максимально эффективного влияния денежно-кредитной политики на долгосрочные процентные ставки стратегии «обеспечения уверенности в готовности действовать» (*credible alertness*). Эта стратегия включает три принципа: 1) доверие; 2) готовность действовать и 3) устойчивость.

Ее логика такова. Во-первых, выстроенное доверие к денежно-кредитной политике позволяет достигать максимального влияния ставок центрального банка на ставки по кредитам коммерческих банков. Во-вторых, экономические агенты считают политику эффективной, если она реагирует на потрясения, препятствующие достижению ее целей, то есть условием эффективности является способность распознавать угрозы и адекватно на них реагировать – то, что Ж.-К. Трише называет «готовность действовать». В-третьих, эффективная денежно-кредитная политика не обязательно должна быть политикой активизма в том смысле, что в ответ на новые

события предпринимаются немедленные существенные изменения краткосрочных ставок. Степень реагирования долгосрочных процентных ставок на изменение краткосрочных ставок по операциям центрального банка зависит от ожидания относительно устойчивости такого изменения. Поэтому эффективной может оказаться политика умеренного первоначального изменения процентных ставок центрального банка в ответ на потрясения и последующее постепенное их изменение в данном направлении. Условием такой эффективности является доверие к устойчивости политики центрального банка. В-третьих, готовность действовать означает готовность изменить политику в случае следующего потрясения, то есть отсутствие безусловных обязательств центрального банка. Вместо безусловных обязательств касательно конкретных действий (например, снижения или повышения процентных ставок) центральный банк берет обязательство относительно принципа, которым он будет руководствоваться, – например, что в своих будущих решениях он будет руководствоваться только оценкой рисков для ценовой стабильности. Это и есть принцип устойчивости политики. По словам Ж.-К.Трише, то, что Европейский центральный банк обязуется поддерживать ценовую стабильность именно в среднесрочной перспективе, позволяет совместить казалось бы взаимно противоречащие требования готовности действовать и устойчивости<sup>137</sup>.

*Следующие проявившиеся во время кризиса институциональные ограничения эффективности денежно-кредитной политики связаны с трудностями восстановления процессов кредитования. Это означает, что неэффективной оказалась не только политика «качественного» монетарного стимулирования (путем изменения процентной ставки центрального банка), но и количественное стимулирование. Последнее оказалось не только проблемой Японии 2001–2006 гг.*

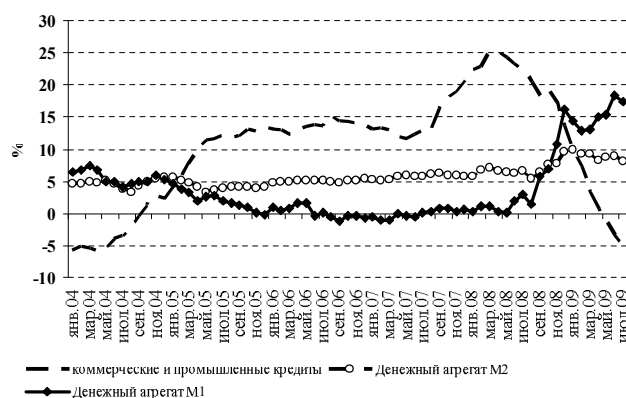
---

137. Trichet J.-C. Credible Alertness Revisited / Intervention at the symposium on “Financial stability and macroeconomic policy” sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 August 2009 (<http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2009/papers/Trichet.08.22.09.pdf>).



Результаты исследования роли кредита в посткризисном восстановлении 21 развитой страны, приведенные в апрельском выпуске отчета МВФ «Перспективы мирового экономического развития» за 2009 год, свидетельствуют о том, что «одной из наиболее поразительных особенностей восстановлений после рецессий, связанных с финансовыми кризисами, является «безкредитная» природа этих восстановлений. Рост кредитования становится положительным только через семь кварталов после возобновления роста производства»<sup>138</sup>.

При этом разные экономики сталкиваются с препятствиями на пути расширения кредита на разных стадиях депозитной мультипликации. В США на фоне стремительного роста денежных агрегатов М1 и М2 (показатель М3 не обнародуется) с мая 2008 г. наблюдается стремительное снижение помесечных темпов прироста коммерческих и инвестиционных кредитов в годовом исчислении, а с мая 2009 г. — абсолютное сокращение этого вида кредитов (рис. 1).

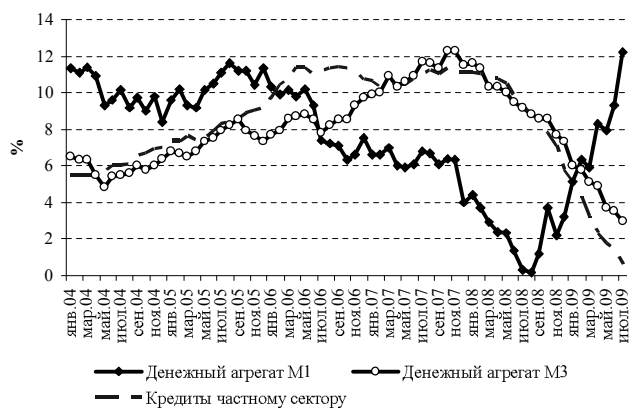


Источник: построено по данным Federal Reserve Bank of St Louis (<http://research.stlouisfed.org/fred2/>)

Рисунок 1. США: динамика денежных агрегатов и коммерческих и промышленных кредитов; темпы прироста в годовом исчислении, сезонно скорректированные

138. Is Credit a Vital Ingredient for Recovery? Evidence from Industry-Level Data // World economic Outlook. 2009. April. Wash.: IMF, 2009. P. 121–123.

В зоне евро внутренние институциональные ограничения не дают осуществлять стимулирование на уровне денежного агрегата М3, несмотря на стремительное увеличение агрегата М1 (рис. 2).

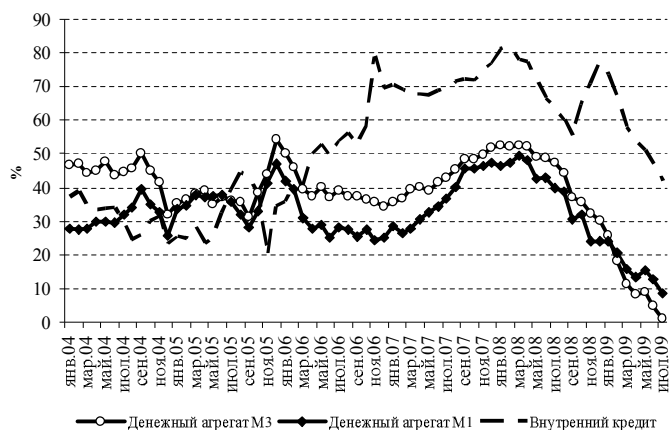


Источник: построено по данным Monetary Developments In The Euro Area, different issues (<http://www.ecb.int/press/pr/stats/md/html/index.en.html>)

Рисунок 2. Зона евро: динамика денежных агрегатов и кредитов частному сектору; темпы прироста в годовом исчислении, сезонно скорректированные

Наконец, в Украине институциональные препятствия существуют даже на уровне увеличения М1 — например, вследствие несоординированных монетарной и фискальной политик и проведения Национальным банком Украины мобилизационных операций с целью нивелировать влияние фискальных факторов, связанных с расходованием Правительством своих средств<sup>139</sup>.

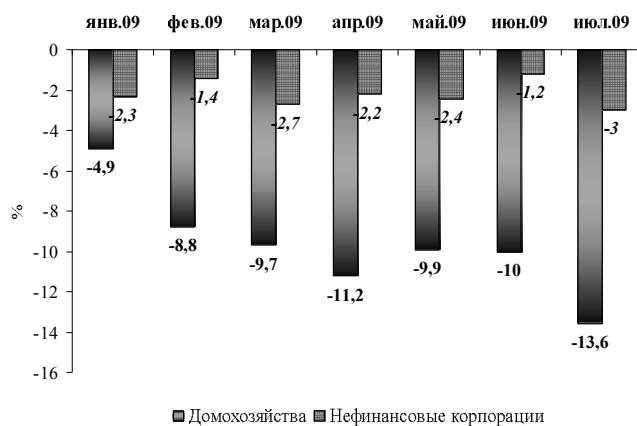
139. Монетарный обзор за II квартал 2009 року. Національний банк України, 2009 ([http://www.bank.gov.ua/Publication/analytical/Mon\\_review/2009/2-2009.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/analytical/Mon_review/2009/2-2009.pdf)).



Источник: построено по данным НБУ, Статистический бюллетень (электронное издание) (<http://www.bank.gov.ua/Statist/index.htm>)

Рисунок 3. Украина: динамика денежных агрегатов и внутреннего кредита, темпы прироста в годовом исчислении

О приостановке процессов кредитования в Украине наиболее показательно свидетельствует накопительная динамика новых кредитов (рис. 4).

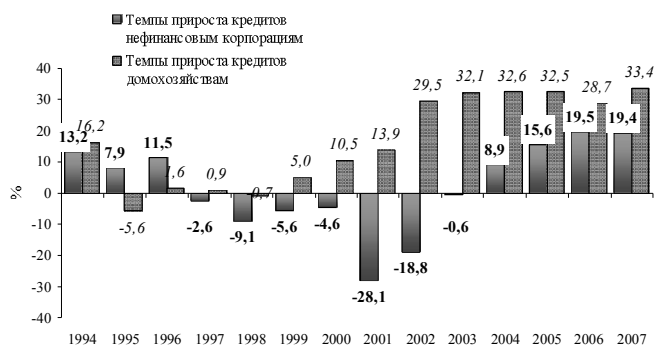


Источник: построено по данным: Статистичний випуск «Нові кредити, надані домашнім господарствам та нефінансовим корпораціям» ([http://www.bank.gov.ua/Statist/stat\\_release.htm](http://www.bank.gov.ua/Statist/stat_release.htm))

Рисунок 4. Новые кредиты за 12 месяцев: кумулятивно, изменение, в %

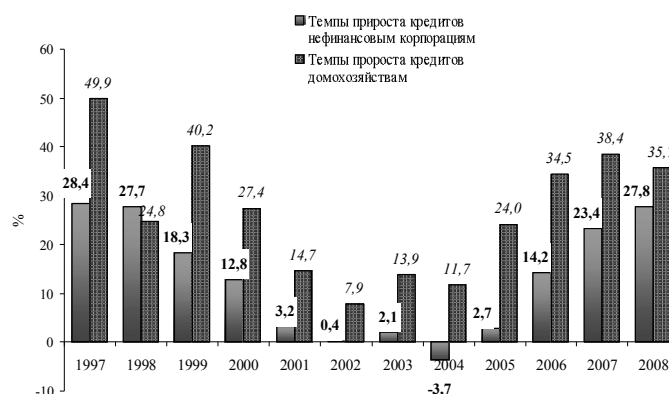
Следующий вид институциональных ограничений денежно-кредитной политики, проявившийся в условиях кризиса, — собственно поведение финансового капитала, которое значительно отличается в разных странах, несмотря на использование общих международных стандартов банковского надзора. В значительной мере кредитный бум в Украине состоялся благодаря внешнему финансированию материнскими зарубежными структурами отечественных банков и привлечению последними внешних заимствований в форме синдицированных кредитов и облигаций. Казалось бы, — это отражение общемировых процессов, связанных с существованием «горячей» избыточной глобальной ликвидности, которая искала прибыльного приложения. Но сравнение поведения финансового капитала в Украине, Чехии и Польше свидетельствует, что мотивация финансовых посредников в значительной мере зависит от страны-реципиента. Проанализируем динамику кредитования корпораций и домохозяйств в Польше и Чехии. В конце 1990-х гг. эти страны открыли границы иностранному финансовому капиталу, и последний почти поглотил их банковские системы. После этого в обеих странах на протяжении 4–5 лет происходило снижение объемов кредитования предприятий (поскольку в этот период в странах наблюдалось значительное замедление экономической активности, в том числе после перехода к свободно плавающему курсу и, как следствие, значительной номинальной ревальвации, связанной с притоком капитала) и ускоренное наращивание кредитования домохозяйств. Уменьшение объемов кредитования реального сектора, вероятно, было связано и с действием субъективного фактора — иностранные банки в первую очередь нацеливались на обслуживание западных компаний, а отечественные предприятия не отвечали их стандартам кредитоспособности. Но с вступлением Чехии и Польши в Европейский союз началось ускоренное наращивание кредитования реального сектора. Относительно кредитования домохозяйств можно отметить, что с 2000 г., когда начался ускоренный рост глобальной ликвидности, и даже после достижения приличных темпов эконо-

номического роста в Чехии и Польше наращивание кредитования домохозяйств происходило достаточно равномерными темпами (рис. 5 и 6).



Источник: построено по данным <http://www.cnb.cz/en/>

Рисунок 5. Динамика темпов прироста кредитования предприятий и населения, Чешская Республика, 1994—2007 гг.



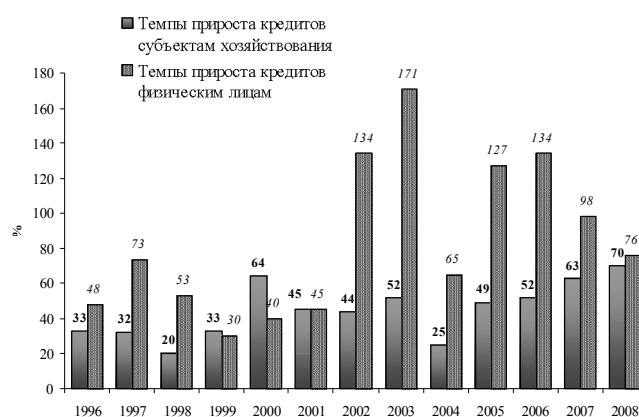
Источник: построено по данным <http://www.nbp.pl>

Рисунок 6. Динамика темпов прироста кредитования предприятий и населения, Польша, 1997—2007 гг.

Какие предположения на основе обнаруженных тенденций можно сделать о мотивации финансовых посредников (а это преимущественно структуры иностранных финансовых

групп)? Их поведение, с одной стороны, является достаточно консервативным — финансового стимулирования реального сектора экономики не осуществлялось, пока в странах не были созданы определенные институциональные гарантии для иностранного капитала. С другой стороны, их деятельность имеет стратегический характер: как только институциональная среда стала менее рискованной, началось активное кредитование реального сектора. Равномерные темпы наращивания кредитования домохозяйств в последние годы свидетельствуют об отсутствии агрессивной кредитной политики, нацеленной на краткосрочное присутствие в стране-реципиенте.

Рассмотрим динамику кредитования предприятий и населения в Украине. Хотя доля иностранного капитала в уставном капитале банковской системы Украины в 2008 г. превысила 35%, это не привело к кардинальным изменениям в динамике кредитования реального сектора — то есть можно сделать предположение, что происходило просто перераспределение заемщиков между банками под контролем иностранного и отечественного капитала. В то же время наблюдалась исключительно агрессивная политика относительно кредитования населения (рис. 7).



Источник: построено по данным [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Рисунок 7. Динамика темпов прироста кредитования предприятий и населения, Украина, 1996–2007 гг.

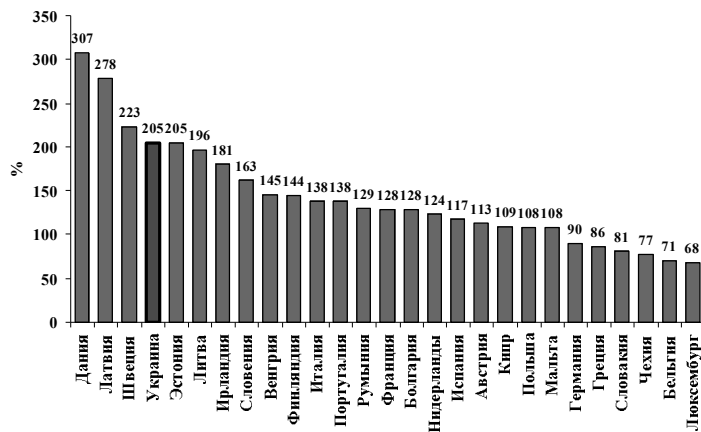
Конечно, большое значение имел рост спроса населения на кредиты в связи с экспансивной социальной политикой. Но все же решения о кредитовании принимают финансовые посредники, и их мотивация играет чрезвычайно важную роль. Проблема «краткотермизма» в поведении финансовых посредников, о которой говорил в одном из своих выступлений президент ЕЦБ Ж.-К. Трише<sup>140</sup>, в поведении банков в Украине приобрела своего рода абсолютную форму – это поведение было нацелено не просто на получение максимальных прибылей в краткосрочной перспективе, а на присутствие на финансовом рынке Украины в краткосрочной перспективе. Речь идет как о банках под контролем отечественного капитала, которые пытались достичь максимальных количественных показателей относительно розничной сети, готовясь к выгодной продаже иностранцам, так и об иностранном капитале, который приходил в огромном количестве в форме онкольных (по которым можно требовать досрочного погашения) синдицированных кредитов.

Еще несколько примеров относительно стандартов поведения финансового капитала. В странах, которые действовали в условиях одинаковых монетарных режимов и международных норм банковского регулирования, и где действовали в значительной мере те же европейские финансовые группы, значительно отличались соотношения кредитов и депозитов (рис. 8) и доля валютных кредитов (рис. 9). Это не могло не повлиять на устойчивость их финансовых систем к современному кризису.

И, наконец, еще один показательный пример. По двум составляющим индекса финансового развития, впервые рассчитанного Всемирным экономическим форумом в Давосе в 2008 г., Украина находится на последнем месте: по риску системного банковского кризиса и по корпоративному управлению (табл. 2).

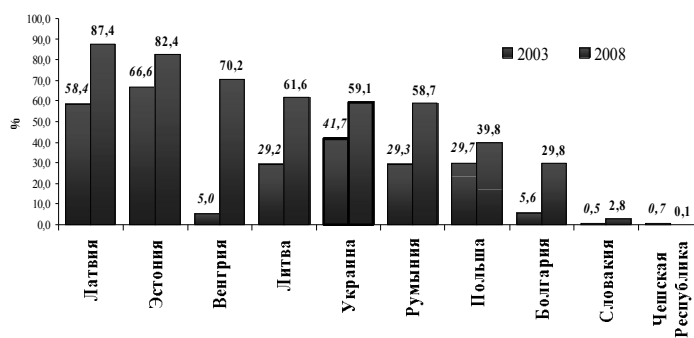
---

140. *Trichet J.-C. A Paradigm change for the Global financial system / Remarks of the European Central Bank, Roundtable at the International Colloquium "Nouveau Minde, Nouveau Capitalisme". Paris, 9 January 2009 (<http://www.ecb.int>).*



Источник: построено по данным <http://english.mnb.hu>; [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Рисунок 8. Соотношение кредитов и депозитов в странах ЕС и Украине (в %)



Источник: построено по данным <http://english.mnb.hu>; [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Рисунок 9. Доля кредитов в иностранной валюте в общем объеме кредитов, страны ЦВЕ и Украина



Таблица 2 Индекс финансового развития Украины и его составляющие, 2008 г.

Компоненты индекса	Рейтинг Украины среди 52 стран
<b>Индекс финансового развития, всего</b>	51
<b>1. Институциональная среда</b>	51
Либерализация счета капитала	46
Корпоративное управление	52
Правовая и регуляторная среда	49
Обеспечение обязательного выполнения контрактов	44
Либерализация внутреннего финансового сектора	50
<b>2. Деловая среда</b>	42
Человеческий капитал	32
Налоги	46
Инфраструктура	33
Стоимость ведения бизнеса	46
<b>3. Финансовая стабильность</b>	51
Риск валютного кризиса	41
Риск системного банковского кризиса	52

Источник: составлено по данным The Financial Development Report, 2008. World Economic Forum (<http://www.weforum.org/pdf/FinancialDevelopmentReport/2008.pdf>)

Что касается показателя риска системного банковского кризиса, то это оценка, отражающая текущую ситуацию. Последнее же место по качеству корпоративного управления (в частности, по таким его составляющим, как «этичное поведение фирм», «защита миноритарных акционеров», «качество стандартов аудита и учета») отражает серьезное институциональное ограничение для денежно-кредитного и финансового регулирования в Украине.<sup>141</sup>

Рассмотренные выше институциональные ограничения эффективности денежно-кредитной политики на современном этапе свидетельствуют о необходимости возвращения как развитых экономик, так и экономик с формирующимися рынками к вопросу регулирования и целенаправленного формирования системы финансовых потоков в стране. Это зна-

---

141. The Financial Development Report. World Economic Forum. 2008. P. 237 (<http://www.weforum.org/pdf/FinancialDevelopmentReport/2008.pdf>).

чит, что государству вряд ли удастся избежать согласования работы реального и финансового секторов, которое раньше отдавалось на откуп рынку. Что касается экономик с формирующимися рынками, то для них прошло время использования жестких шаблонов «лучшей практики» проведения денежно-кредитной политики, но с другой — полезным будет всякий опыт институционализации прозрачных принципов принятия решений финансовыми и макроэкономическими регуляторами с встроенной возможностью добавления и изменения его блоков.

С.С. Шумская\*

Фактор ожиданий  
и развитие кризисных  
явлений в банковской  
системе Украины\*\*

Разноплановые исследования мирового кризиса 2008 г. дали возможность назвать большое количество разных по силе факторов, которые определяют динамику развертывания кризисных явлений в финансовом секторе. Среди них особо следует выделить субъективный фактор – *ожидания*, который, к сожалению, еще мало исследован отечественной наукой. Однако его игнорирование при неблагоприятных условиях может резко ухудшить ситуацию, в случае же мониторинга и правильной оценки общественного мнения он может смягчить негативные последствия. Актуальность изучения данной проблемы подчеркивает тот факт, что в практике Украины этот фактор стал чрезвычайно мощным осенью 2008 г. с развертыванием влияния мирового кризиса на экономику страны, поскольку к внутренним факторам, провоцировавшим негативные ожидания, добавились факторы глобальной нестабильности.

Мировая практика показала, что в условиях стабильной или хотя бы хорошо просматриваемой на один/два периода ситуации, влияние ожиданий остается незначительным. Но как только на рынке появляются сигналы нестабильности, которые формируются неопределенностью экономической

---

\* Шумская Светлана Степановна – к.э.н., ведущий научный сотрудник ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины».

\*\* Исследование выполнено при финансовой поддержке НАН Украины в рамках совместного научно-исследовательского проекта РФФИ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы», проект № 14-08/08-02-91205 а/У.

конъюнктуры или обострением существующих неурядиц, фактор ожиданий приобретает очень большое значение<sup>142</sup>. Неуверенность в будущем, недоверие экономических субъектов трансформируются в негативные ожидания, которые блокируют или ослабляют влияние политики, реализуемой правительством и монетарной властью. С точки зрения определения спектра действий фактора ожиданий, недостаточным является рассмотрение только лишь конечного результата их влияния на реальный сектор и темпы экономического роста. Негативные ожидания выступают своего рода «песком», который не только тормозит действие всех передаточных цепочек трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, но влияет и на сам монетарный механизм. Именно поэтому очень важно определить значение фактора ожиданий в развитии финансовой системы, и прежде всего банковского сектора, который первым принимает удар, и от «поведения» и «стойкости» которого зависят динамика и последствия кризисных явлений.

Необходимость оценки влияния различных факторов мирового финансового кризиса на банковский сектор Украины обозначила выбор цели данной статьи — определение роли фактора ожиданий в развитии кризисных явлений в отечественной банковской системе в условиях финансовой нестабильности 2008–2009 гг. Для того чтобы раскрыть эту проблему, следует рассмотреть ее, по крайней мере, в двух аспектах: во-первых, необходимо выделить показатели, которые характеризуют фактор ожиданий, и проанализировать динамику их изменений, чтобы иметь количественную оценку самого фактора; во-вторых, найти «болевые точки» в деятельности банковского сектора, на которые повлияли изменения ожиданий, и, по возможности, оценить их последствия.

---

142. Міщенко В.І., Солик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник Національного банку України. 2007. № 6. С. 24–27. Лисенко Р., Ніколайчук С., Солик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 2. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник Національного банку України. 2007. № 11. С. 18–24.

Отметим, что ожидания формируются большим количеством факторов, поэтому для анализа в рамках данной статьи среди всего их множества выделим те, которые имеют отношение к разным аспектам деятельности банковской системы, ведь именно они лежат сейчас на поверхности в связи с развертыванием мирового финансового кризиса. Прежде всего, следует подчеркнуть, что анализ самих ожиданий значительно осложняется тем, что отсутствует единственный официальный статистический показатель, который описывает данные процессы. При отсутствии на сегодняшний день методики расчета универсального индикатора ожиданий можно воспользоваться результатами социологических опросов, дающих представление о ситуации, сложившейся в Украине с точки зрения бизнеса и населения:

- **«Деловые ожидания предприятий Украины»** (проводит Национальный банк Украины) содержат обобщенную информацию об оценках руководителями предприятий Украины их текущей и будущей деловой активности, инфляционных и курсовых ожиданий, изменений экономической ситуации в стране;

- **«Индекс потребительских настроений»** (проводится украинской исследовательской компанией “GfK Ukraine” и Международным центром перспективных исследований) – на основании выборочного обследования домашних хозяйств страны дается характеристика потребительских настроений, текущего положения, экономических и инфляционных ожиданий населения;

- **«Мониторинг общественного мнения»** (проводится Украинским институтом экономических исследований им. О. Яременко, Центром «Социальный мониторинг» и Государственным учреждением «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины») с целью определения уровня доверия к социальным институтам и политикам, оценки изменений социального положения страны и собственного материального положения разных слоев населения.

Наиболее часто фактор ожиданий рассматривается в аспекте анализа развития инфляционных процессов. В экономической теории ученые рассматривают влияние ожиданий экономических агентов на развитие инфляции в рамках двух концепций: теории адаптивных ожиданий и теории рациональных ожиданий. Они отмечают, что рост инфляционных ожиданий может быть вызван политическими факторами; изменениями в составе правительства; заявлениями представителей власти, отвечающих за монетарную политику; изменениями в денежно-кредитной политике; резкими колебаниями курса национальной валюты и т.п. Важность анализа данного фактора объясняется тем, что его недооценка значительно осложняет борьбу с инфляцией, ведь даже если причины, которые привели к инфляции, больше не действуют, инфляционные ожидания еще длительное время могут определять поведение экономических субъектов, значительно ослабляя действие всех антиинфляционных инструментов.

В практической плоскости понимание необходимости учета фактора ожиданий нашло отражение в выделении центральными банками мира, кроме традиционных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (процентной ставки, богатства, кредитования, монетаристского и валютного курсов), специфических каналов, учитывающих ожидания: *инфляционного канала* (*inflation channel*), объясняющего динамику потребления в условиях ценовой неопределенности; канала *ожиданий* (*expectations channel*), который характеризует влияние изменений в денежно-кредитной политике на инфляционные ожидания; *портфельного канала* (*portfolio channel*), который описывает эффект перераспределения портфелей финансовых активов домохозяйств и фирм с учетом ожидаемых перспектив ценовой и экономической динамики.

Стоит подчеркнуть, что общим в рассмотрении любого из выше отмеченных каналов, своеобразной почвой, которая формирует динамику ожиданий, является фактор доверия. В контексте анализа влияния финансового кризиса на банковский сектор Украины уровень доверия населения и бизнеса

в значительной мере определяется отношением субъектов к двум ветвям власти – Кабинету министров Украины (КМУ) и Национальному банку Украины (НБУ).

Если воспользоваться результатами социологического опроса<sup>143</sup> общественного мнения разных слоев населения, проводимого экспертами под руководством О.М. Балакиревой, которые представлены в таблице 1, то будет четко видно, что уровень доверия к двум ключевым институтам власти, определяющим будущее экономики и банковской сферы, является очень низким. Снижение доли респондентов, которые доверяют Кабинету министров и Национальному банку с 54 до 16% и с 46 до 9% соответственно, означает, что общество с начала 2005 г. до конца 2008 г. было настроено пессимистически, то есть нарастали негативные ожидания. Значительное увеличение количества тех, кто не доверяет КМУ и НБУ (соответственно 79 и 84%) на протяжении 2008 года является ответом на вопрос, почему мировой кризис в Украине проявился паникой, повлекшей за собой дестабилизацию национального финансового рынка.

Таблица 1 Динамика уровня доверия, в %

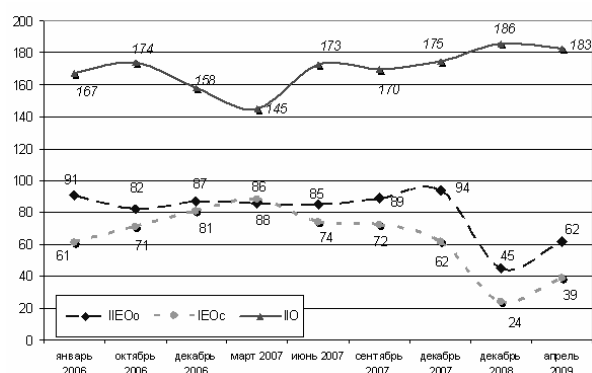
	03/ 2005	05/ 2005	09/ 2005	10/ 2005	12/ 2005	01/ 2006	09/ 2006	03/ 2007	06/ 2007	12/ 2007	12/ 2008
<b>Доверяют</b>											
Кабинету министров Украины	54	49	43	36	31	31	35	35	31	31	16
Национальному банку Украины	46	39	42	37	33	40	39	31	31	41	9
<b>Не доверяют</b>											
Кабинету министров Украины	32	38	45	49	58	59	51	56	60	61	79
Национальному банку Украины	31	42	41	46	50	43	44	51	50	45	84

Источник: Балакірева О.М. Громадська думка на межі 2008–2009 рр.: оцінка року та погляд у майбутнє // Український соціум. 2009. № 1 (28). С. 143.

143. Балакірева О.М. Громадська думка на межі 2008-2009 рр.: оцінка року та погляд у майбутнє // Український соціум. 2009. № 1 (28). С. 143.



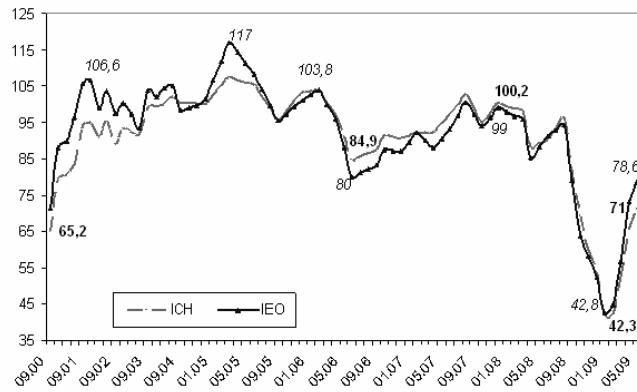
Снижение доверия к власти и накопление негативных ожиданий привело к формированию пессимистических оценок относительно развития отечественной экономики и усилению ожиданий раскручивания инфляционной спирали. Этот факт подтверждают все без исключения социологические опросы. Так, например, рис. 1–3, на которых представлена динамика индексов, рассчитываемых Национальным банком, Украинским институтом экономических исследований им. О. Яременко и ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины», МЦПД и исследовательской компанией “GfK Ukraine”, свидетельствуют, что у населения и руководителей предприятий на протяжении 2008 г. резко ухудшились оценки развития экономики и усилились ожидания роста цен.



Источник: данные Украинского института экономических исследований им. О. Яременко, Центра «Социальный мониторинг» и ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАНУ»

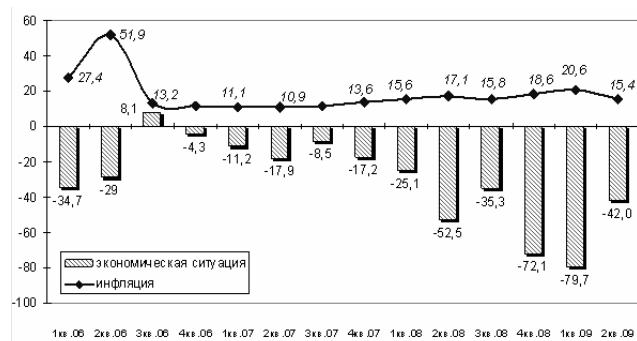
Рисунок 1. Динамика индексов<sup>144</sup> ожидаемых изменений личного материального положения (IEOo), ожидаемых изменений развития экономики страны (IEOc) и инфляционных ожиданий (IO) в 2006–2009 гг.

144. Эти индексы формируются на основе ответов на вопросы анкеты и представляют мнения разных по возрасту и полу, социальному статусу, уровню образования, географическому расположению региона респондентов. Вопросы анкеты: «как изменится материальное состояние Вашей семьи (лично Вам) через полгода?»; «как Вы считаете, следующие один-два месяца для экономики будут хорошими, плохими или еще какими-нибудь?»; «как Вы думаете, в течение следующих одного-двух месяцев доходы Вашей семьи будут расти быстрее, чем цены; приблизительно такими же темпами, что и цены, или медленнее, чем цены?».



Источник: данные МЦПА, GFK Ukraine

Рисунок 2. Динамика изменений индексов потребительских настроений (ICH) и экономических ожиданий (IEO) населения Украины в 2000—2009 гг.



Источник: данные НБУ по результатам опросов

Рисунок 3. Динамика оценок бизнесом изменения экономической ситуации и роста инфляции в последующие 12 месяцев 2006—2009 гг. (в среднем по Украине, в %).

На всех представленных графиках в достаточно длительном временном интервале четко прослеживается связь: с формированием негативных ожиданий – ухудшения оценки личного материального положения и развития экономики – растут инфляционные ожидания.

Накопление пессимизма приводит к коррекции планов относительно будущих покупок, то есть к уменьшению уровня потребления. Как показывают расчеты специалистов Международного центра перспективных исследований и компании “GfK Ukraine”, индексы потребительских настроений (ICN) и индекс экономических ожиданий (IEO) тесно коррелируют между собой (см. рис. 2). Анализ их динамики в период развертывания кризиса свидетельствует о том, что начиная с августа 2008 г. в Украине более чем три четверти населения были настроены пессимистически – за пять месяцев индекс потребительских настроений сократился более чем вдвое: из почти нейтрального 96,0 в августе 2008 г. до 41,8 в январе 2009 г. За этот период традиционно негативной стала динамика всех составляющих ICN<sup>145</sup>, и как продолжение тенденции в январе 2009 г. значение индекса упало на 12,1 пунктов против декабря 2008 г., составив новый рекорд абсолютного минимума за все время наблюдений (табл. 2).

Анализ результатов опроса показывает, что на протяжении второй половины 2008 г. и в начале 2009 г. ухудшение потребительских настроений отмечалось на всей территории Украины. Однако для большинства регионов страны падение ICN не было уже таким ощутимым, как в конце 2008 г. Исключением стал Киев – в январе 2009 г. соответствующий индекс сократился более чем вдвое (на 34,7 пункта), опустившись до значения 30,7. В январе 2009 г. ожидания

---

145. ICN рассчитывается на основании выборочного обследования домашних хозяйств, во время которого опрашиваются 1000 лиц в возрасте от 15 до 59 лет. Выборка репрезентативна с точки зрения учета пола и возраста, представляет городское и сельское население, размер населенного пункта. Значения ICN могут изменяться в пределах от 0 до 200. Значение равно 200, если все граждане позитивно оценивают экономическую ситуацию. Индекс равен 100, если доли позитивных и негативных оценок одинаковы. Значения индекса от 0 до 100, означает, что в обществе преобладают негативные оценки.

относительно динамики безработицы<sup>146</sup> разделили Украину пополам. Увеличения роста безработицы ожидали в Киеве, на Западе и в Центре страны. Противоположными были прогнозы жителей Северного, Восточного и Южного регионов<sup>147</sup>.

Таблица 2 Потребительские настроения населения в январе 2009 г.

Индекс	Значение индекса	Изменение (к предыдущему периоду)
Индекс текущего личного материального состояния (x1)	34,5	-16,2
Индекс ожидаемых изменений личного материального состояния (x2)	38,8	-13,6
Индекс ожидаемого развития экономики страны на протяжении ближайшего года (x3)	32,7	-8,3
Индекс ожидаемого развития экономики страны на протяжении ближайших пяти лет (x4)	56,8	-7,5
Индекс целесообразности делать большие покупки (x5)	46,3	-14,9
<b>Индекс потребительских настроений (ICN)<sup>148</sup></b>	<b>41,8</b>	<b>-12,1</b>
индекс текущего состояния (ИПС) <sup>149</sup>	40,4	-15,5
индекс экономических ожиданий (IEO) <sup>150</sup>	42,8	-9,8
индекс ожидаемой динамики безработицы (ЮДБ)	164,6	-0,5
<b>Индекс инфляционных ожиданий (ПО)</b>	<b>186,2</b>	<b>2,5</b>

Источник: Споживчі настрої. 2009. № 42

Не намного больше единства в начале 2009 г. было и в инфляционных ожиданиях граждан Украины. Ускорения инфляции ожидали киевляне и жители Востока, тогда как другие – незначительного ее замедления. В Киеве ожидали одновременного роста инфляции и безработицы. К тому же ожидания его жителей относительно этих показателей оказались наиболее пессимистическими: ЮДБ вырос на 8,3 пункта до 174,4, а ПО -- на 25,8 пункта до 190,3. Опрос зафиксировал

146. Для определения ЮДБ и ПО респондентам задают вопросы: «как Вы считаете, в течение ближайших двенадцати месяцев безработных (уровень инфляции) будет больше, приблизительно столько же, или меньше чем теперь?». Их значения определяют таким способом: из доли ответов, которые свидетельствуют об увеличении безработицы (ускорении инфляции), вычитают долю ответов, которые свидетельствуют об уменьшении безработицы (замедлении инфляции), и к этой разнице добавляют 100, чтобы избежать появления отрицательных величин. Значения этих индексов могут изменяться от 0 до 200. Например, значение индекса равно 200, если все граждане ожидают ускорения инфляции.

147. Споживчі настрої. 2009. № 42.

148. Индекс потребительских настроений (ICN) – среднее арифметическое индексов x1-x5.

149. Индекс текущего состояния (ИПС) – среднее арифметическое индексов x1 и x5.

150. Индекс экономических ожиданий (IEO) – среднее арифметическое индексов x2, x3, x4.

ухудшение ожиданий относительно инфляции и динамики безработицы в средних и больших городах. Сельские жители оказались наибольшими пессимистами относительно будущей динамики безработицы (что подтвердило соответствующее значение ЮДБ в 170,0). Наихудшие инфляционные ожидания наблюдались у жителей больших городов. Такая ситуация вполне закономерна, учитывая уменьшение покупательной способности гривны относительно импортных товаров, доля которых в потреблении горожан выше<sup>151</sup>.

Достаточно показательной, как свидетельствуют результаты опросов, является динамика ожиданий относительно инфляции и безработицы у разных по уровню доходов групп населения — увеличения обоих показателей ожидали лишь зажиточные граждане; у лиц с низкими доходами ожидания, напротив, улучшились и относительно инфляции, и относительно динамики безработицы. Группа граждан со средними доходами демонстрировала наиболее пессимистические ожидания по обоим показателям (в январе 2009 г. значения ЮДБ составляло 166,1, а значение ИО — 188,4)<sup>152</sup>.

Дополняет характеристику фактора ожиданий анализ картины, которая сложилась в экономике Украины глазами представителей бизнеса, ведь ожидания, например, роста цен, влияют не только на потребителей, которые в преддверии последующего повышения цен корректируют свои планы потребления и сбережения, но и на производителей, которые соответственно изменяют объемы производства и цены на свою продукцию. Это подтверждали на протяжении второй половины 2008 г. опросы руководителей предприятий<sup>153</sup>, которые давали оценку текущей и будущей деловой активности, инфляционных и курсовых ожиданий, изменений экономической ситуации. Результаты показывали значительное негативное влияние экономического и политическо-

---

151. Споживчі настрої. 2009. № 42.

152. Там же.

153. Были опрошены предприятия по всем регионам страны, представляющие экономику по разным видам деятельности, формам собственности, размерам и количеству работников.

го кризиса, и это проявилось в ухудшении оценки перспектив развития бизнеса и экономики в целом. Более того, данные отчета в ноябре 2008 г. (опрошено 1256 предприятий) засвидетельствовали, что респонденты ожидали значительного ускорения инфляции – выросла часть респондентов (на 17,9 п.п. до 44,6%), которые прогнозировали рост цен на 20% и больше.

По видам экономической деятельности самые высокие инфляционные ожидания имели респонденты предприятий перерабатывающей промышленности и торговли (доля респондентов, которые ожидали рост потребительских цен на уровне 20% и выше, составила 45,7 и 45,2% соответственно). В региональном разрезе наивысшие инфляционные ожидания были у респондентов Донецкой, Ивано-Франковской, Луганской областей и АР Крым<sup>154</sup>.

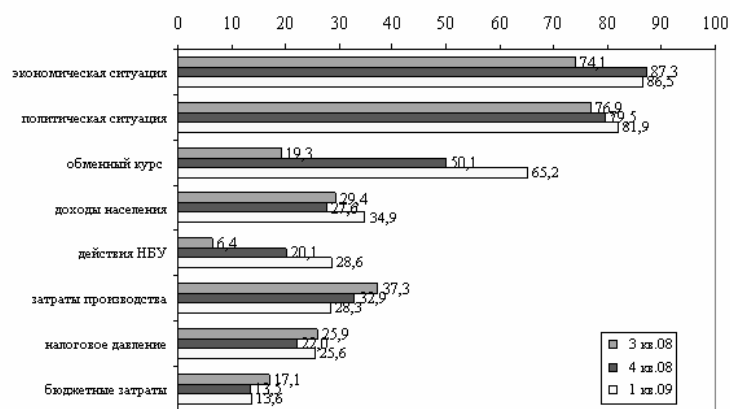
Начало 2009 г. не прибавило оптимизма относительно изменений настроений к лучшему ни у населения (о чем шла речь выше), ни у бизнеса. Как свидетельствуют результаты аналитического отчета, подготовленного специалистами НБУ, большинство респондентов (81,7%) в последующие 12 месяцев не ожидали роста экономики. Инфляционные ожидания оставались на достаточно высоком уровне и составили 20,6% против 18,6% в предыдущем квартале. Только со стабилизацией курса, улучшением экономической и политической ситуации в стране во втором квартале 2009 г. оценки руководителей предприятий относительно инфляции и роста отечественной экономики начали улучшаться (см. рис. 3).

Большинство респондентов связывает рост потребительских цен с общей экономической и политической ситуацией (эти факторы отметили 86,5 и 81,9% респондентов) (рис. 4). Ухудшение ситуации в финансовом секторе как первое проявление влияния мирового финансового кризиса на экономику Украины и связанные с ним ожидания неста-

---

154. Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт. К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2008. 4 квартал. (<http://www.bank.gov.ua>).

бильности курса национальной валюты повысили оценку влияния обменного курса на инфляционные процессы: доля респондентов, обративших внимание на этот фактор, выросла до беспрецедентного за время проведения опросов уровня (65,2% против 19,3% ответов в 3 квартале 2008 г.). По силе влияния на рост цен этот фактор надежно занял 3-е место в рейтинге, значительно опередив оценку влияния расходов на производство, которые раньше традиционно входили в первую тройку негативных факторов.



Расчеты экспертов НБУ по результатам опросов

Источники: Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт. К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2009. 2 квартал (<http://www.bank.gov.ua>)

**Рисунок 4. Факторы, влияющие на увеличение потребительских цен в ближайшие 12 месяцев: процент ответов руководителей бизнеса.**

Вместе с ростом влияния обменного курса усилилась оценка влияния НБУ на инфляционные процессы (причем в докризисный период этот фактор не считался респондентами фактором инфляционного давления). Доля респондентов, отметивших этот фактор, выросла до 28,6% против 6,4% в третьем квартале 2008 г., и фактор переместился с последнего на 5-е место в рейтинге.

Среди факторов, которые формировали негативный эффект влияния фактора ожиданий на деятельность учреж-

дений банковского сектора, стоит назвать пессимизм граждан Украины относительно надежности и стабильного развития отечественных банков: в 1 квартале 2009 г. 26,4% респондентов высказали сомнения в надежности всех банков. Среди них больше всего руководителей предприятий строительства (32%) и торговли (31%). В региональном разрезе это респонденты Черновицкой (57,1%), Херсонской (50%) и Николаевской областей<sup>155</sup>.

Наиболее надежными, как считают респонденты, являются государственные банки (30,6%). Это точка зрения в основном руководителей предприятий по производству и распределению электроэнергии, газа и воды (43,9%), добывающей промышленности (42,9%) и сельского хозяйства (40,1%). Большинство респондентов доверяют государственным банкам в Кировоградской (69,2%), Хмельницкой (54,2%) и Сумской (53,6%) областях.

Второе место по «доверию» занимают отечественные банки с участием иностранного капитала (им доверяет 21,5% респондентов). В региональном разрезе это респонденты Днепропетровской (35,9%), Винницкой (34,8%) и Запорожской (31,8%) областей<sup>156</sup>. Эксперты отмечают, что среди респондентов, которые постоянно следят за деятельностью Национального банка, процент тех, кто считают все банки ненадежными, меньше, чем среди всех респондентов (22,4%).

Следовательно, если фактор ожиданий количественно определить через результаты социологических опросов, то есть представить его как оценки гражданами Украины их настроений, текущего положения (своего собственного, предприятия или экономики в целом), а также видения развития событий в ближайшем будущем (например до одного года), то можно утверждать, что и **физические лица, и бизнес на**

---

155. Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт. К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2009. 1 квартал (<http://www.bank.gov.ua>).

156. Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт. К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2009. 1 квартал (<http://www.bank.gov.ua>).



протяжении второй половины 2008 г. и начала 2009 г. были настроены пессимистически, а это создавало угрозы неадекватных действий и паники.

Почву для реализации угроз и формирования недоверия, к сожалению, давали сами банки. Несмотря на активное развертывание кризиса на мировом финансовом пространстве в течение 2008 г., системных шагов по предупреждению кризиса в банковской системе Украины, демонстрировавшей ранее достаточно стабильные показатели развития, сделано не было. Более того, к моменту проявления кризисных явлений в Украине динамика отдельных показателей деятельности банковской системы уже показывала, что **в системе накопились проблемы**, которые сформировали подводную часть угроз «айсберга» кризиса: финансовая долларизация, разбалансирование пассивов и активов банков по срокам и видам валют, рост зависимости банков от внешних заимствований.

Накопленные проблемы и активизация пессимистических ожиданий привели к негативным последствиям в функционировании банковского сектора. Фактор ожиданий высветил его «слабые» места. В таблице 3 представлены только некоторые показатели, динамика которых свидетельствует о значимой роли субъективного фактора в развитии кризисных явлений — уменьшении депозитных вложений, замедлении процесса кредитования, увеличении проблемных кредитов, ухудшении финансовых результатов деятельности банков.

Влияние негативных ожиданий первой продемонстрировала *динамика депозитных вложений*. Ситуация, которая сложилась вокруг одного из крупнейших банков страны, подорвала доверие к нему вкладчиков, вследствие чего они стали забирать свои депозиты (всего за несколько дней было изъято свыше 3 млрд грн.). Массовый отток депозитов из банковской системы четко проявился в октябре 2008 г. — только за 10 дней общая сумма обязательств банков уменьшилась на 18 млрд грн. По данным компании “GfK Ukraine”, число украинцев, которые уже не планировали продолжать сроки своих депозитов, увеличилось в

четвертом квартале 2008 г. до 35% (относительно 18% во втором квартале того же года).

Таблица 3 Основные показатели деятельности банков Украины

	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.03.2009	01.07.2009
Обязательства банков, млн грн.	297613	529818	806823	759092	752098
из них					
средства субъектов хозяйственной деятельности, млн грн.	76898	111995	143928	124561	117635
средства физических лиц, млн грн.	106078	163482	213219	193712	196657
Результат деятельности, млн грн.	4144	6620	7304	-1911	-14321
Кредиты банков, млн грн.	269688	485507	792384	763857	749738
Проблемные кредиты – просроченные и сомнительные, млн грн.	4456	6357	18015	22595	40679
Доля проблемных кредитов в общей сумме кредитов, %	1,65	1,31	2,27	2,96	5,43

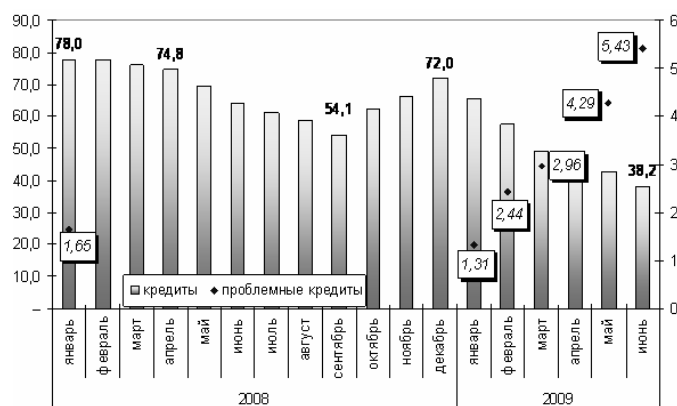
Источник: данные НБУ

Как следствие падения доверия к банковской системе, значительные сбережения населения имеют сегодня наличную форму, и ресурсная база действующих банков резко уменьшилась – обязательства банков (по результатам 1 полугодия 2009 г.) с начала года с 807 млрд грн. уменьшились до 752, из них средства субъектов хозяйственной деятельности сократились с 144 до 118 млрд грн., домашних хозяйств – с 213 до 197 млрд грн. соответственно.

Кроме нисходящей динамики депозитных вложений, другим показателем, характеризующим влияние фактора ожиданий, является динамика *кредитования экономики*, которая продемонстрировала зависимость объемов кредитных операций не только от внутренних возможностей банка, но и в значительной мере от поведения субъектов рынка и макроэкономической среды.

Стоит отметить, что в начале кризиса объемы кредитования экономики были достаточно высокими (см. табл. 3), однако, на протяжении 2008 года финансовое состояние как заемщиков, так и банков ухудшилось, что привело к резкому снижению темпов кредитования и увеличения долгов. На рис. 5 показано, что в начале 2008 г. изменение в годовом

исчислении кредитов, предоставленных банками экономике Украины, было значительным — на уровне 75–78%, снизившись до 54% в сентябре того же года. В 2009 г. процесс кредитования в Украине значительно замедлился — темпы прироста кредитов упали с 65,7% в январе 2009 г. до 38,2% в июне 2009 г., и как следствие кризиса за первое полугодие 2009 г. кредитный портфель отечественных банков сократился почти на 42,6 млрд грн.



Источник: данные НБУ

Рисунок 5. Динамика изменений в годовом вычислении объемов кредитования и доля проблемных кредитов в общем объеме в 2008–2009 гг. (в %).

Характерным признаком кризиса стало быстрое накопление *проблемных кредитов* — если в начале 2009 г. их доля в общем объеме кредитов составляла лишь 1,3% (см. рис. 5), то за первое полугодие она уже превысила 5%. На фоне ухудшения экономической ситуации процесс невозвращения кредитов приобрел массовый характер — за полтора года объем просроченных и сомнительных кредитов вырос более чем в десять раз: по данным НБУ на конец в 2007 г. их объем составлял 4,5 млрд грн., а на 1 июля 2009 г. превысил 40 млрд грн. (см. табл. 3).

Низкий уровень выполнения кредитных обязательств со стороны населения и предприятий привел к *ухудшению*

*финансовых результатов банков* – на 1 июля 2009 г. их убытки составили 14,3 млрд грн. (см. табл. 3). Одной из причин потерь банков было то, что они были вынуждены формировать дополнительные резервы под кредитные операции. На протяжении года банки формировали резервы под кредитные риски, и только за три месяца в 2009 г. резервы увеличились на треть и достигли 63 млрд грн.<sup>157</sup>

Анализ фактора ожиданий и результатов его «вмешательства» в деятельность банковского сектора будет неполным, если оставить в стороне действие внешних факторов. Речь идет о том, что ожидания следует рассматривать не только с точки зрения внутренних игроков рынка, но необходимо также учитывать оценки международного сообщества, ведь Украина является составляющей мирового финансового рынка, а следовательно, прямо и косвенно ощущает все его «колебания».

Можно привести несколько примеров проявления внешней составляющей фактора ожиданий, негативно повлиявших на развитие украинского банковского сектора и несущих отпечаток мирового финансового кризиса. Во-первых, снижение активности внешних инвесторов, проявившееся в уменьшении количества соглашений по сделкам покупки, слияний/поглощений на украинском банковском рынке. Так, если в 2007 г. таких соглашений было подписано 15, то в 2008 г. количество покупок украинских банков значительно уменьшилось. С одной стороны, это может быть связано с нарастанием мирового финансового кризиса, с другой – с ожиданиями инвесторов падения цен на украинские финансовые учреждения. Ситуация с «Проминвестбанком» показала, что даже ведущие украинские банки можно купить значительно дешевле: летом в 2008 г. ориентировочная цена банка составляла 2 млрд долл., а в январе 2009 г. банк был продан по цене в два раза меньше.

---

157. Гриньков Д. Удар оттоком // Бизнес. 2009. 16 апреля. С. 33.

Во-вторых, рост премии за риск, а следовательно, и стоимости заимствований на внешних рынках капитала для Украины. С мая по сентябрь 2008 г. премия за риск, соответствующая спреду прибыльности еврооблигаций стран относительно базовых активов США, в частности *EMBI+ spread*<sup>158</sup> для Украины, увеличилась до 550 б.п., обогнав средний показатель для группы стран с новыми рыночными экономиками (250 б.п.)<sup>159</sup>.

В-третьих, снижение рейтингов Украины ключевыми рейтинговыми агентствами свидетельствует о пессимизме международного сообщества относительно развития финансовой системы страны. Так, после снижения кредитных рейтингов большинства украинских банков в 2008 г. (что усилило панику) были снижены суверенные кредитные рейтинги Украины. Один из последних примеров: в феврале 2009 г. рейтинговая служба Standard & Poor's снизила долгосрочный и краткосрочный суверенные кредитные рейтинги Украины по обязательствам в иностранной валюте с «В/В» до «ССС+/С», а также долгосрочный и краткосрочный суверенные рейтинги по обязательствам в национальной валюте с «В+/В» до «В-/С», а также прогноз по рейтингам на «негативный»<sup>160</sup>. Как следствие мировые финансовые ресурсы для украинских банков стали ощутимо более дорогими.

Пересмотр агентством Standard & Poor's прогноза по суверенным кредитным рейтингам Украины с «негативного» на «позитивный» в июле 2009 г. стал результатом признания прогресса в реализации структурных реформ в бюджетном и финансовом секторах в соответствии с условиями программы МВФ (что стало основанием для выплаты третьего кредитного транша объемом 3,2 млрд долл.)<sup>161</sup>. Вместе с тем сами рей-

---

158. Индекс *EMBI+ (Emerging Market Bond Issue +) spread* рассчитывается JPMorgan как разница между прибыльностью ликвидных еврооблигаций суверенных эмитентов и госкомпаний стран с новыми рыночными экономиками (включая Украину) и прибыльностью гособлигаций США с соответствующим сроком погашения.

159. Дії Національного банку України в період загострення світової фінансової кризи. Аналітичний звіт. К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2009.

160. [http:// www.rbc.ua](http://www.rbc.ua).

161. <http:// www.rbc.ua>.

тинги не были повышены. Для украинских банков, которые на протяжении последних лет стали в значительной степени зависимыми от ресурсов мировой экономики, это должно стать сигналом как к поиску других ресурсных источников, так и к конкретным шагам в направлении повышения эффективности и стабильности своего функционирования.

Значительное ослабление интереса иностранного капитала к финансовому рынку Украины и сведение к минимуму поддержки дочерних банков иностранными материнскими группами приведет, по мнению финансовых аналитиков рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг», к необходимости аккумуляции внутренних резервов, а при их отсутствии — к консолидации с более сильными игроками рынка. В контексте оценки состояния банковских учреждений расчет и постоянный мониторинг рейтингов и долговых инструментов банков является чрезвычайно важным для специалистов банковского дела, владельцев и инвесторов, поскольку характеризуют надежность и перспективы банков. По итогам 1 полугодия в 2009 г. из актуальных 85 кредитных рейтингов банковских учреждений 33 имеют прогноз «негативный», 12 находятся в «контрольном списке» рейтингов, 1 кредитный рейтинг с прогнозом «позитивный», 2 кредитных рейтинга с прогнозом «развивающийся»<sup>162</sup>.

Для клиентов банков в период финансовой нестабильности более интересными являются рейтинги, характеризующие надежность депозитов. Рейтинговое агентство «Кредит-Рейтинг» поддерживает в актуальном состоянии рейтинги депозитов 54 банковских учреждений. Оценку «5» (наивысшая надежность) имеют на сегодняшний день 8 банковских учреждений, количество банков с рейтингом «4» (высокая надежность) увеличилось до 11. Большинство банков (33) демонстрируют среднюю надежность с оценкой «3». И только 2 банка имеют невысокую надежность вкладов (рейтинг «2») <sup>163</sup>.

---

162. Шулик В. Банковская система Украины — прогноз «негативный» // Кредит-Рейтинг Монитор. 2009. № 7(23). С. 2–5.

163. Там же.

Увеличение количества банков с высоким рейтингом надежности депозитов является для клиентов необходимым условием возобновления доверия к банковской системе и возвращения денежных средств на банковские счета. Однако этого, к сожалению, недостаточно, если смотреть с точки зрения восстановления ситуации в целом по системе. Одна из причин — особенности действия фактора ожиданий: на смену тенденции в его динамике банковский сектор реагирует не сразу, а с некоторым лагом. Так, несмотря на позитивные сигналы улучшения оценок общеэкономической ситуации, ослабления инфляционных ожиданий и роста уверенности в стабильности курса национальной валюты во 2 квартале 2009 г. (см. рис. 1–3), соответствующего отклика — улучшения результатов деятельности банков, активного увеличения депозитных вложений — не последовало. И не только потому, что внутренние проблемы банков не исчезли, но и потому что продолжает действовать накопленный эффект негативных ожиданий клиентов. В подтверждение: общий объем новых депозитов, например, в июне 2009 г. (наилучшая динамика фактора ожиданий за период нестабильности), хотя и достиг 81,5 млрд грн., но все же был меньше, чем средний объем за предыдущие 12 месяцев (90,6 млрд грн.). Объемы депозитов по 12-месячным кумулятивным данным (годовое исчисление) уменьшились до 1044,7 млрд грн., или на 4,0% в годовом исчислении<sup>164</sup>.

Изменение с негативной на позитивную тенденции фактора ожиданий продемонстрировало население — рост индекса потребительских настроений после самого низкого значения 41,8 в начале 2009 г. до 71,0 в мае нашел отражение в росте доверия к банковской системе: объемы депозитов домашних хозяйств, привлеченных в июне 2009 г., выросли до 48,2 млрд грн. и превысили средний объем за предыдущие 12 месяцев (39,6 млрд грн.). Объемы депозитов по 12-месячным

---

164. Нові депозити домашніх господарств та нефінансових корпорацій. [Електронне видання] // Статистичний випуск: Червень 2009. НБУ (<http://www.bank.gov.ua>).

кумулятивным данным (годовое исчисление) увеличились на 2,5%. При этом наблюдался прирост депозитов в гривнах, долларах США и евро в годовом исчислении — соответственно на 0,2%, 5% и 7,2%.

В уменьшении негативных оттенков фактора ожиданий населения на протяжении 1 полугодия 2009 г. ключевую роль сыграл фактор курсовой стабильности. Стоит отметить, что именно недоверие к национальной денежной единице было на протяжении 2008 г. основой расшатывания валютного рынка и привело к росту финансовой долларизации, увеличению оборота иностранной наличности вне банков, активизации бегства капиталов из Украины.

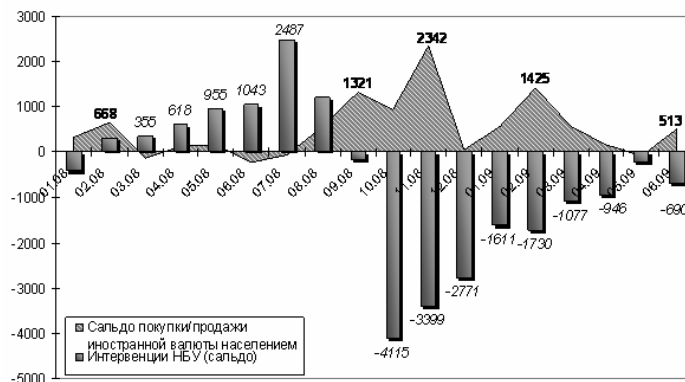
Низкий уровень доверия к гривне проявлялся в росте объемов валютного кредитования — доля кредитов в иностранной валюте росла, достигнув на конец 2008 г. 59,1% в общем объеме кредитов резидентам. Несмотря на сдержанное (а в отдельные периоды — ограниченное) кредитование банками клиентов, во второй половине 2008 г. темпы роста кредитов в иностранной валюте в годовом исчислении оставались позитивными и достигли на конец года 103,6%.

Наличный сегмент валютного рынка реагировал на панику ростом спроса на валюту: с июля по ноябрь объемы покупки населением наличной валюты превышали 3 млрд долларов США ежемесячно. Сальдо покупки/продажи валюты населением в этот период составляло, соответственно 569, 1321, 938 и 2342 млн долл. В результате за третий и четвертый кварталы 2008 г. сальдо покупки/продажи составило 1,8 и 3,3 млрд долл., соответственно, в то время как в первом и втором кварталах 2008 г. это были объемы в 866 и 74 млн долл.

Давление растущего спроса на валюту пытался нейтрализовать регулятор — чистые интервенции НБУ с сентября 2008 г. по май 2009 г. имели отрицательный знак, что свидетельствует о значительных объемах продажи валюты на рынке (рис. 6). Например, только за октябрь—декабрь 2008 г. Национальный банк продал банкам 10 млрд долл. (с учетом продажи валюты для НАК «Нефтегаз Украины» — 2,8 млрд



долл.), что составляет почти треть от проведенных НБУ операций на валютном рынке<sup>165</sup>.



Источник: данные НБУ

Рисунок 6 Интервенции НБУ и иностранная валюта на руках у населения (млн долл.).

Недоверие к гривне, неуверенность в стабильном развитии отечественной экономики и ее банковской системы стимулировали отток капиталов за пределы Украины. Несмотря на сложность количественной оценки<sup>166</sup> бегства капиталов, динамика отдельных статей платежного баланса Украины, приведенных в таблице 4, подтверждает гипотезу, что в третьем квартале 2008 г. (активной фазе развертывания кризиса в Украине) процесс бегства капиталов активизировался: увеличились потоки наличной валюты вне банков с 1,6 до 4 млрд долл.; объемы валютной выручки, не вернувшейся в страну, выросли до 766 млн долл.; статья «ошибки и пропуски» имела отрицательный знак, что косвенно свидетельствует о бегстве капитала.

165. Дії Національного банку України в період загострення світової фінансової кризи. Аналітичний звіт. К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2009 (<http://www.bank.gov.ua>).

166. Шумська С.С. Втеча капіталу з української економіки: аналіз та оцінка за даними платіжного балансу// Економічна теорія. 2008. № 4.

Таблица 4 Динамика отдельных статей платежного баланса Украины за 2008-2009 гг. (млн долл.)

	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009
Наличная валюта вне банков	-2145	-1664	-3997	-5091	-4070
Объемы недополученной выручки за экспорт товаров и услуг; оплаты за импорт, который не поступил, и платежи по фиктивным операциям с ценными бумагами	-1053	-15	-766	-92	-139
Ошибки и пропуски	-146	763	-581	492	469

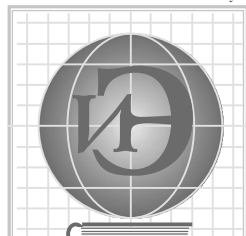
Источник: данные НБУ

Свой вклад в формирование пессимизма граждан Украины и международного сообщества внесла также и несогласованность действий НБУ, Правительства и Верховной Рады. В условиях развертывания кризиса и паники разные ветви власти действовали (в рамках своих полномочий) каждый самостоятельно как «лебедь, рак и щука», обвиняя друг друга в ошибках. Несмотря на разработку разных инициатив, например, Плана антиинфляционных мероприятий на 2008 год и Меморандума КМУ и НБУ о взаимодействии с целью достижения ценовой стабильности и стабильного экономического роста, реального сотрудничества было очень мало, и выполнение настоящих документов носило формальный характер. Усиливали негативный эффект дискуссии между исполнительной, законодательной, монетарной властью представители разных СМИ, которые вместо призыва к консолидации только усугубляли недоверие относительно способности власти к возобновлению финансовой стабильности.

Таким образом, приведенные выше примеры показывают, что среди множества факторов, которые формировали фактор ожиданий в 2008–2009 гг., **ключевыми** были: экономическая и политическая нестабильность; динамика курса национальной денежной единицы и цен; «надежность» банков; действия НБУ как регулятора, а также государства (в лице Правительства и Верховной Рады). Их динамика дает

основания для оценки как текущего состояния, так и формирования картины будущего развития событий, которое определяет поведение субъектов рынка: стабильность формирует позитивные ожидания, нестабильность и резкие колебания (шоки) провоцируют негативные ожидания, приводят к панике. Практика показала, что в период кризиса субъекты действуют с эгоистичной рациональностью (спасая каждый свое), что приводит к обострению ситуации. При отсутствии консолидации несовершенство системы реагирования и механизма сдерживания негативно влияет на длительность развития кризиса.

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел: +7 (499) 129 0472

e-mail: [print@inecon.ru](mailto:print@inecon.ru)

Сайт: [www.inecon.ru](http://www.inecon.ru)

*Научное издание*

**Стратегия и тактика денежно-кредитной политики  
России и Украины и мировой экономической кризис.**

Отв. ред. академик РАН А.Д. Некипелов, к.э.н. М.Ю. Головин.

Оригинал-макет Валериус В.Е.

Редактор Сергиенко Т.Е.

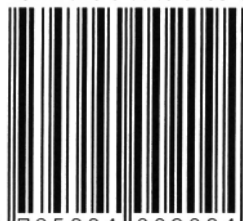
Компьютерная верстка Сухомлинов А.Р.

Подписано в печать 02.02.2010.

Заказ №27. Тираж 300 экз. Объем 16 уч.-из. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 978-5-9940-0209-4



9 785994 002094