ВЛИЯНИЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА НА ЭКОНОМИКУ РОССИИ[1]

Группа специалистов Всемирного банка: **Желько Богетич**, главный экономист по России и координатор странового сектора *PREM*, руководитель группы; **Карлис Шмитс**, экономист; **Сергей Улатов**, экономист; **Степан Титов**, старший экономист; **Ольга Емельянова**, аналитик; **Марко Эрнандес**, экономист; **Виктор Сулла**

В заключительной части аналитического доклада специалистов Всемирного банка, посвященного экономике России в условиях глобального кризиса, исследуются причины и последствия финансового кризиса. Авторы рассматривают 3 основных этапа его развития в России: планомерное снижение рыночных показателей, кризис ликвидности и доверия инвесторов, принятие масштабных ответных мер.

2. «АНАТОМИЯ» КРИЗИСА

«Идеальный шторм»: кризис ипотечных кредитов сабпрайм в США и глобальный финансовый кризис

Первопричины глобального финансового кризиса можно обнаружить в крахе жилищного рынка в США. После продолжительного периода низких процентных ставок ставки Федеральной резервной системы США (процентные ставки, по которым кредитная организация предоставляет в кредит имеющиеся в наличии средства — остатки на счетах Федерального казначейства — другой кредитной организации) резко повысились с 1% в 2004 г. до 5,25% в 2006 г. В результате произошло падение цен на жилье и увеличилось число дефолтов по ипотеке. Особенно крупные дефолты наблюдались в сабпрайм-сегменте ипотечного кредитования, т. е. высокорисковых ссуд, выданных домовладельцам, имевшим плохую кредитную историю или не имевшим ее вообще. К началу 2007 г. в сабпрайм-ипотеке начался спад, негативно повлиявший на потребительские доходы, занятость и уверенность — традиционные двигатели экономики США.

Первые признаки углубления кризиса на рынке ипотечных кредитов в сабпрайм-сегменте США проявились в августе 2007 г. Ликвидность на мировых кредитных рынках сократилась после того, как выяснилось, что ценные бумаги, обеспеченные сабпрайм-ипотекой, обесценили большой сегмент портфелей банков и хедж-фондов во всем мире. И 10 августа 2007 г. центральные банки предприняли первые согласованные действия по облегчению дефицита ликвидности. К осени 2007 г. в банковском секторе начали появляться первые крупные убытки: *UBS* и *Citibank*, например, списали плохие активы на миллиарды долларов. В сентябре 2007 г. в результате массового изъятия вкладов из банка *Northern Rock* в Соединенном Королевстве Великобритании была проведена первая прямая крупная операция по оказанию международной финансовой помощи национальными властями страны. В марте 2008 г. крупный инвестиционный банк в США *Bear Stearns* был выкуплен компанией *J.P.Morgan Chase*.

На первом этапе глобального кризиса Россия оставалась достаточно защищенной от ухудшения ситуации на мировых финансовых рынках. Последствия сокращения ликвидности в августе 2007 г. были кратковременными, и после небольшого перерыва российский фондовый рынок продолжил рост. Несмотря на то что Россия была третьей крупнейшей страной — держателем ценных бумаг с фиксированным доходом, выпущенных поддерживаемыми государством ипотечными агентствами в США, у российской банковской системы не было значительных прямых вложений в ценные бумаги, обеспеченные сабпрайм-ипотекой. Принимая во внимание сохранявшиеся на высоком уровне цены на нефть, инвесторы рассматривали Россию как «тихую гавань» на фоне нестабильной глобальной финансовой ситуации. Поэтому, несмотря на сокращение ресурсов на глобальных кредитных рынках, Россия оставалась привлекательной для иностранного капи-

[1] *Окончание.* Начало см.: Депозитариум. 2009. № 1–2.

СРАВНЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ В РОССИИ В 1998 И 2008 ГОДАХ

Россия оказалась перед лицом крупнейшего банковского кризиса со времени дефолта в августе 1998 г., однако фундаментальные макроэкономические показатели и ответные меры политики различны. Общей чертой кризисов 1998 и 2008 гг. является одна из основных их причин — замедление темпов роста мировой экономики и снижение цен на нефть. Это свидетельствует о сохраняющейся зависимости российской экономики от колебаний на мировых рынках. Индекс РТС в большей степени зависит от изменения цен на нефть: коэффициент корреляции между индексом РТС и ценой на нефть вырос с 0,6 в 1998 г. до 0,8 в 2008 г. Резкое снижение цен на нефть вызвало падение индекса РТС на 90,3% в 1998 г. и на 69% в 2008 г. В обоих случаях индекс РТС потерял 50% своего значения в течение 80 дней после того, как он достиг пиковых показателей. Но на этом сходство двух кризисов заканчивается.

Продолжительность, глубина и влияние этих кризисов, по всей видимости, будут различны, поскольку отличаются базовые факторы уязвимости экономики и ответные меры, принимаемые Правительством. В 1998 г. в России наблюдались дефицит бюджета, увеличение выплат по процентам, высокий уровень государственного долга, слабые перспективы роста и низкий уровень валютных резервов. Более того, дефицит бюджета и фиксированный коридор обменного курса составляли особенно уязвимое сочетание экономических мер.

В 2008 г. степень макроэкономической уязвимости была значительно ниже благодаря двум основным факторам. Во-первых, с 1998 г. Россия проводила важные реформы, осуществляла взвешенное управление государственными финансами, создавала значительный стабилизационный фонд и проводила либерализацию валютного курса. Все эти меры внесли вклад в укрепление финансовой системы и способствовали образованию значительного профицита бюджета и платежного баланса, а также снижению уровня государственного долга. Кроме того, банковская система в настоящее время характеризуется большей устойчивостью и качественным надзором. Во-вторых, благодаря высоким ценам на нефть на протяжении последних 10 лет Россия сегодня располагает третьим по размеру запасом валютных резервов в мире, что служит мощным барьером против потрясений. В связи с этим Россия оказалась лучше подготовлена к шокам, возникающим на мировых рынках (см. таблицу).

Характер ответных мер политики и издержек в 1998 и 2008 гг. также различен. В 1998 г. Правительство отреагировало девальвацией рубля и дефолтом по своим долговым обязательствам, а в 2008 г. — предоставлением дополнительной ликвидности, вливанием капитала в банковский сектор и обеспечением выплат по внешним обязательствам банками и предприятиями. Эти меры были направлены на предотвращение волны панических продаж на фоне опасений по поводу крупных убытков. Что касается сторон, несущих основные издержки кризиса, то в 1998 г. в результате ответных мер политики частный сектор принял на себя большую часть издержек, тогда как в 2008 г. издержки будут в основном поглощены государственным сектором в виде существенных бюджетных и квазибюджетных расходов.

ПРИЧИНЫ КРИЗИСА В РОССИИ В 1998 И 2008 ГГ.

Фактор	1998 г.	2008 г.
Причины	Азиатский финансовый кризис, снижение цен на нефть, несоответствие бюджетной и денежно-кредитной политики	Глобальный кредитный кризис, снижение цен на нефть
Экономическая ситуация	Низкий уровень резервов, дефицит бюджета. Фондовый рынок играл не столь важную роль в передаче влияния кризиса на реальный сектор экономики. Бартер и неплатежи имели большое значение в экономике	Третье место в мире по уровню валютных резервов, профицит бюджета. Фондовый рынок более уязвим к изменениям цен на нефть и играет большую роль в передаче влияния кризиса на реальный сектор экономики. Экономика не очень сильно зависит от бартера

тала, получив рекордный приток капитала и ПИИ в 2007 г.

Глобальный кризис достиг России: снижение цен на нефть и падение фондового рынка

К середине 2008 г. глобальный финансовый кризис начал подступать к России на фоне ослабления мировой экономики, значительно зависящей от цен на нефть. Быстрое ухудшение ситуации в мире оказало двоякое влияние на Россию. Во-первых, сокращение ликвидности на глобальных кредитных рынках привело к кризису ликвидности во всем мире, значительно повлияв на развивающиеся рынки и вызвав масштабные убытки. Во-вторых, осознание замедления темпов роста мировой экономики привело к резкому снижению цен на нефть — основной статьи экспорта России (см. врезку «Сравнение финансовых кризисов в России в 1998 и 2008 гг.»).

Эти два фактора были доминирующими, однако российские финансовые рынки негативно отреагировали на некоторые события, связанные с внутренней политикой, что привело к дальнейшему ослаблению доверия инвесторов. Примерами служат ситуация с компанией «Мечел», имевшая место 24 июля, и внутренний корпоративный конфликт в компании ТНК—*ВР*. Также оказал воздействие на рынок августовский конфликт с Грузией. В результате начался худший финансовый кризис за последнее десятилетие.

За период с 19 мая (когда российский фондовый рынок достиг пиковых показателей) по 7 ноября 2008 г. рынок потерял приблизительно 2/3 своей стоимости, что эквивалентно примерно 1 трлн долл. США (примерно 84% российского ВВП в 2007 г.). Другие развивающиеся рынки в этот период понесли аналогичные убытки: китайский фондовый индекс *CSI* 300 снизился на 57%, бразильский индекс *Bovespa* — на 50%. Даже индекс *S&P* в США, имеющий более широкий охват, потерял 35%, продемонстрировав один из худших показателей в истории рынков «медведей».

В развитии финансового кризиса в России можно выделить 3 этапа:

1) планомерное снижение;

2) кризис ликвидности и доверия инвесторов;

3) текущая ситуация и ответные меры.

Эти этапы следуют в хронологическом порядке и фиксируют влияние основных внешних и внутренних факторов на российский финансовый рынок.

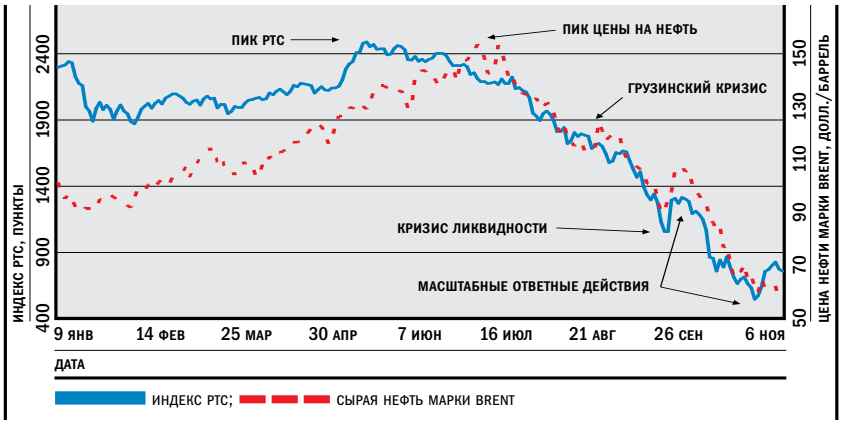
Первый этап: планомерное снижение

Первый этап начался 19 мая 2008 г., когда российский фондовый рынок достиг своих пиковых значений, а закончился 12 сентября. На его протяжении наблюдалось постепенное снижение индекса РТС, преимущественно обусловленное внешними факторами, главным образом ухудшением глобальных экономических условий и снижением доверия на рынках акций во всем мире (табл. 2.1, рис. 2.1). Сначала сокращение глобальной ликвидности и снижение доверия инвесторов наряду с быстрым замедлением экономики США привели к падению рынков акций в мировом масштабе, по мере того как инвесторы переводили свои средства в более надежные активы на фоне опасений по поводу неопределенности будущих потерь в финансовом секторе и ощущения, что кризис приобрел поистине глобальный размах.

С 19 мая по 3 июля индексы *S&P* и РТС потеряли примерно 11%. Однако после 3 июля перспективы затяжного спада глобальной экономики спровоцировали быстрое падение цен на нефть с максимального уровня в 144,07 долл. США за баррель нефти марки *Brent* и 139,52 долл. США за баррель нефти марки *Urals*. С 3 июля по 12 сентября индекс РТС потерял в цене примерно 38%, т. е. несколько больше, чем цены на нефть. На первом этапе кризиса коэффициент корреляции между индексом российского фондового рынка и его фундаментальной объясняющей переменной — ценой на нефть — достиг почти идеального значения — 0,973.

Из-за ухудшения глобальных условий иностранные инвесторы начали пересматривать привлекательность российского рынка. Многие инвесторы вслед за крупными хедж-фондами закрыли свои позиции на российском рынке. Инвесторы, вкладывающие средства в акции, перестали рассматривать Россию как «безопасную гавань». В течение недели, с 23 по 27 июня, спреды долговых дефолтных свопов *(CDS)* по российским суверенным долговым обязательствам подскочили на 30 базисных пунктов, что стало явным признаком значительного снижения доверия иностранных инвесторов. Заявления Правительства в отноше-

Рисунок 2.1. ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА И ЦЕН НА НЕФТЬ ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА В 2008 Г.



Источники: РТС, *Thomson Datastream*.

Таблица 2.1. ЭТАПЫ КРИЗИСА: НЕУСТОЙЧИВОСТЬ КЛЮЧЕВЫХ РЫНОЧНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Показатель	Период	РТС, %	РТСс*, %	S&P 500, %	Изменение цен на нефть, %	Долговые дефолтные свопы (CDS)**, б. п.	Межбанковская ставка***, б. п.	Официальные резервы, млрд долл.
Этап 1. Постепенный спад								
Ухудшение глобальных условий	19 мая — 3 июля	–11,1	–6,0	–11,5	18,2	23,60	–18,50	27,00
Падение цен на нефть	4 июля — 12 сентября	–38,7	–33,4	–0,9	–32,4	53,20	195,50	–14,10
Снижение доверия инвесторов, вызванное заявлениями Правительства в отношении компании «Мечел»	24 июля — 6 августа	–12,2	–8,1	2,9	–8,8	0,80	1,00	5,20
Эскалация геополитической напряженности (российско-грузинский конфликт)	8—24 августа	–6,5	–5,7	0,9	0,8	20,00	80,50	–16,00
Этап 2. Кризис доверия инвесторов								
Дефицит ликвидности парализует работу российского межбанковского рынка	15—18 сентября	–21,1	–10,7	–3,6	–5,5	99,90	103,00	–0,90
Этап 3. Последствия и ответные меры								
Первый пакет антикризисных мер объявлен 17 сентября	19—26 сентября	–0,8	–1,9	–3,3	7,9	33,40	–47,50	3,40
Очередные пакеты антикризисных мер объявлены 29 сентября и 14 октября	29 сентября — 13 ноября	–48,1	–55,5	–17,7	–43,8	512,50	966,50	–71,10

* РТСс — среднее значение отраслевых индексов РТС, взвешенное с учетом доли вклада соответствующей отрасли в ВВП в 2007 г. Индексы РТС по нефти и газу, металлам и добыче объединены (взвешены по рыночной капитализации).
** *CDS* — спреды долговых дефолтных свопов по 5-летним государственным облигациям Российской Федерации.
*** Межбанковская ставка — ставка межбанковского кредитования на российском рынке сроком от 31 до 90 дней.
Источники: РТС, *Thompson Datastream*, Правительство России, Всемирный банк.

нии компаний «Мечел» и ТНК–*BP*, сделанные на неделе с 25 июля, также поколебали доверие иностранных инвесторов к внутренней экономической политике и внесли свой вклад в падение индекса РТС (на 8,6%) и дальнейшее увеличение спредов *CDS* в течение следующих 2 недель. Кроме того, глобальный дефицит ликвидности негативно повлиял на ставки кредитования на российском межбанковском рынке: в течение недели с 20 июня они увеличились примерно до 18%. Дефицит кредитных средств в начале июля привел к быстрому росту требований о внесении дополнительного обеспечения по кредитам *(margin calls)*, что способствовало дальнейшему снижению фондового рынка. В довершение к этому геополитическая напряженность, возникшая в результате российско-грузинского конфликта 8 августа, стала еще одним фактором, внесшим свой вклад в резкий скачок спредов *CDS* (на 20 базисных пунктов) и падение индекса РТС (на 6,5%).

На протяжении первого этапа не было сделано каких-либо заметных официальных заявлений о мерах, направленных на преодоление кризиса фондового рынка. Важно отметить, что финансовый кризис в основном ощущался на фондовом рынке. Несмотря на то что некоторым банкам предстояло погашение крупных внешних обязательств, ни один российский банк на тот момент не испытывал ни трудностей с погашением обязательств, ни острого дефицита ликвидности, что могло бы оправдать принятие решительных ответных мер. Одним из ключевых изменений стратегического характера стало начало осуществления Банком России перехода от валютного таргетирования к таргетированию инфляции, что способствовало повышению волатильности валютного курса и неопределенности относительно его краткосрочных колебаний. Признаки дефицита ликвидности проявились 8 сентября, когда во время внеочередного депозитного аукциона Минфина России спрос банков на привлечение средств федерального бюджета в депозиты на 50% превысил предложение.

Второй этап: кризис ликвидности и доверия в середине сентября

Второй этап ознаменовался пиком кризиса ликвидности и доверия, вызванного главным образом банкротством банка Lehman Brothers и принятием мер по спасению крупнейшего мирового страховщика — компании AIG. Оглядываясь назад, можно сказать, что эти события стали поворотным моментом, породив панику, вызванную глобальным финансовым кризисом. Мировые рынки отреагировали на них весьма негативно — ежедневными резкими падениями. В России эти события, за которыми внимательно следили все участники рынка, стали фактором, фактически парализовавшим работу межбанковского рынка на неделю — с 15 по 19 сентября. За считаные дни процентные ставки по межбанковским кредитам подскочили на 100 базисных пунктов, а межбанковский денежный рынок оставался парализованным. Несмотря на то что общая ликвидность системы не достигла критического уровня и фактически начала повышаться в конце сентября, передача ликвидности от нескольких крупных банков банкам второго и третьего эшелонов затормозилась — частично из-за опасений эскалации риска невыполнения обязательств контрагентами. Рынок акций пережил резкий рост распродаж, спровоцированных волной требований о внесении дополнительного обеспечения по кредитам *(margin calls)* на фоне закрытия инвесторами своих позиций по акциям, быстро теряющим в цене. Министерство финансов России 15—16 сентября удвоило общий лимит бюджетных средств, размещаемых на депозитных аукционах, а также увеличило дневные лимиты по таким аукционам. Вслед за Минфином Банк России 17 сентября увеличил дневные лимиты по аукционам РЕПО. Тем не менее этих скоординированных усилий оказалось недостаточно, чтобы развеять страхи участников рынка. ФСФР России 17 сентября закрыла биржи на 2 дня, чтобы предотвратить волну панических распродаж на фоне опасения крупных потерь. Заявление Правительства о принятии масштабных мер в ответ на кризис привело к тому, что 19 сентября, в пятницу, рынок отыграл утраченные позиции, вернув все потери предыдущей недели.

Третий этап: быстрое принятие масштабных ответных мер

Обвал фондового рынка и явное ощущение того, что глобальный кризис перешел в стадию паники, подтолкнули Правительство России к принятию оперативных масштабных мер. Российские власти отказались от ранее принятого курса постепенного ужесточения кредитно-денежной политики и выделили значительные бюджетные средства на поддержку банковской системы и обеспечение ликвидности на финансовых рынках. С учетом смещения баланса рисков с инфляции в сторону банковской системы и реальной экономики первоначальные меры были в целом своевременными и целесообразными. Первый пакет антикризисных мер, объявленный 17 сентября, был нацелен на вливание ликвидности на финансовый рынок (табл. 2.2).

Поскольку некоторые из объявленных мер по повышению ликвидности не были сразу реализованы или не имели желаемого эффекта, ситуация с ликвидностью оставалась весьма напряженной. Особенно это касалось банков второго эшелона, а также предприятий с высокой долей заемных средств (в строительстве, розничной торговле, сельском хозяйстве). Например, средства господдержки, предоставленные крупным государственным банкам, не попали на низшие уровни банковской системы. В условиях сегментированного межбанковского рынка ликвидность не вышла за пределы крупных участников рынка, так как на рынке доминировали опасения относительно роста риска невыполнения обязательств контрагентами. При этом спрос на временное размещение средств федерального бюджета сохранялся на низком уровне, поскольку банки, которые отвечали требованиям для привлечения таких средств (преимущественно крупные банки), по-прежнему для обеспечения ликвидности прибегали к такому инструменту, как дневные аукционы прямого РЕПО.

Второй пакет антикризисных мер, объявленный 29 сентября и 14 октября, был нацелен на решение проблем, связанных с системными рисками банковского сектора (табл. 2.3). Организованные Правительством меры по спасению ряда банков предусматривали вливание капитала в общем объеме 5 млрд долл. США в Связь-Банк (2,5 млрд долл. США), Банк «Глобэкс» (2 млрд долл. США) и Собинбанк (0,5 млрд долл. США). Для укрепления доверия держателей банковских вкладов Российское правительство увеличило предельный размер компенсации по вкладам в банках до 700 тыс. руб. (около 28 тыс. долл. США), а также внесло дополнительные средства в уставный капитал Агентства по страхованию вкладов. Центральному банку было разрешено разместить 50 млрд долл. США на депозит во Внешэкономбанке в целях покрытия рисков рефинансирования краткосрочных внешних долговых обязательств отечественных финансовых и нефинансовых корпораций. Кроме того, Правительство объявило о плане предоставления долгосрочного финансирования в виде субординированных кредитов на общую сумму около 950 млрд руб. (35,4 млрд долл. США). Это долгосрочное финансирование в основном предназначено 3 государственным банкам — Сбербанку России,

Таблица 2.2. АНТИКРИЗИСНЫЕ МЕРЫ, ОБЪЯВЛЕННЫЕ В ПЕРИОД С 17 ПО 23 СЕНТЯБРЯ 2008 Г., И ИХ СТОИМОСТЬ

Меры государственной политики	Цели	Источник финансирования	Статус и механизм реализации	Стоимость (бюджетные, квазибюджетные, денежные издержки)
Меры кредитно-денежной политики				
Увеличение объема средств, размещаемых на аукционах РЕПО	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Банк России	Выполнено немедленно	Денежный эффект: до 430 млрд руб.
Снижение резервных требований*	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Обязательные резервы, размещаемые в Банке России	Действует с 18 сентября	Денежный эффект: 300 млрд руб.
Меры бюджетной политики				
Снижение экспортной таможенной пошлины на сырую нефть**	Смягчение последствий снижения цен на нефть для нефтяных компаний	Выпадающие налоговые доходы	Действует с 1 октября	Бюджетные издержки: 140 млрд руб.
Увеличение периода рассрочки по уплате НДС начиная с октября	Предоставление дополнительной ликвидности компаниям частного сектора	Налоговая льгота	3-месячная рассрочка по уплате НДС начиная с октября	Квазибюджетные издержки: около 115 млрд руб. (3-месячная рассрочка)
Внесение бюджетных средств в уставный капитал Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК)	Капитализация АИЖК	Федеральный бюджет	Выполнено	Квазибюджетные издержки: 60 млрд руб.
Вливание ликвидности в 3 крупнейших банка, контролируемых государством	Предоставление ликвидности в Сбербанк России, Газпромбанк и ВТБ	Федеральный бюджет	Объявлено, но не выполнено	Квазибюджетные издержки: 60 млрд руб.
Временное размещение средств федерального бюджета на краткосрочные (3 месяца) банковские депозиты в выбранных банках	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Федеральный бюджет		Квазибюджетные издержки: до 1514 млрд руб.
Снижение размера обязательных отчислений банков в фонд страхования вкладов	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Агентство страхования вкладов	Снижение размера отчислений банков в фонд страхования вкладов***	
Административные меры				
Запрет на продажу акций без обеспечения	Ограничение значительных колебаний цен на фондовом рынке			
Временная остановка фондового рынка	Ограничение значительных колебаний цен на фондовом рынке			

* По вкладам физических лиц — от 4 п. п. до 1,5%; по обязательствам перед банками-нерезидентами — на 4,5%; по другим обязательствам — на 2,0%.
** От 495,9 до 372 долл. за тонну.
*** С 0,13 до 0,10% начиная с IV кв. 2008 г.
Источники: Экономическая экспертная группа, данные ежедневного мониторинга Всемирным банком макроэкономических и финансовых показателей.

ВТБ и Россельхозбанку, которые могут претендовать на сумму до 725 млрд руб.

Объявленные монетарные, бюджетные и квазибюджетные меры позволяют российским властям влиять на краткосрочные и долгосрочные процентные ставки. В связи с наличием прямого контроля как над краткосрочными, так и долгосрочными процентными ставками возникает важный вопрос, касающийся неопределенности, особенно если долгосрочные ставки не будут отражать рыночные ожидания относительно будущей траектории процентных ставок. Это может подорвать эффективность кредитно-денежной политики в среднесрочной перспективе, особенно с учетом возрастающей роли размера процентных ставок в борьбе с инфляцией в послекризисный период.

Однако на фоне дальнейшего снижения цен на нефть и паники на мировых рынках воздействие второго пакета антикризисных мер на фондовые рынки оказалось ограниченным. В период с 29 сентября по 13 ноября индекс РТС упал еще на 48%, а цена на нефть — на 43%.

Правительство России 7 ноября объявило о новом плане, содержащем широкий набор мер экономической политики для снижения влияния кризиса на реальный сектор экономики. План включает 55 задач, классифицированных по 10 блокам, охватывающим широкий спектр секторов экономики, в том числе сельское хозяйство, обрабатывающие производства и сектор недвижимости. Несмотря на то что план включает примеры успешных мер экономической политики, такие как инструменты по поддержке малого и среднего бизнеса, в целом он является набором краткосрочных мер, которые четко не определены и потребуют дальнейшего ослабления денежно-кредитной и бюджетной политики. Кроме того, в плане содержится ряд протекционистских и административных мер, которые приведут к привилегированному положению отдельных участников рынка. Эти меры экономической политики, по всей видимости, примут более конкретную форму в ближайшие месяцы и будут скорректированы по мере развития кризиса в реальном секторе экономики.

Последствия финансового кризиса: увеличение бюджетных расходов, ослабление денежно-кредитной политики и уровень бедности

Последствия глобального финансового кризиса в России будут ощущаться по нескольким направлениям. Окончательный исход будет зависеть от довольно неопре-

деленных перспектив развития глобальной экономики, в том числе от динамики цен на нефть и адекватности ответных мер. Вместе с тем ряд непосредственных эффектов можно оценить с некоторой степенью определенности.

Во-первых, имеет место эффект сокращения богатства в результате потерь российского фондового рынка в капитализации, составивших за короткий период с 19 мая по 7 ноября 2008 г. примерно 1 трлн долл. США (около 84% ВВП России за 2007 г.). По имеющимся данным, из этой суммы около 300 млрд долл. США приходится на потери состоятельных российских граждан в связи со снижением стоимости принадлежащих им ценных бумаг. Остальную часть составляют потери крупных государственных нефтегазовых компаний и смежных предприятий, а также некоторые потери граждан среднего класса по принадлежащим им акциям компаний. Даже в таком случае эффект сокращения богатства достаточно велик и не может не сказаться на объеме совокупного потребления. Кроме того, существуют дополнительные проблемы, связанные с ужесточением условий для заимствований и снижением доступности кредитных ресурсов.

Во-вторых, глобальные и внутренние ограничения ликвидности приведут к ощутимому замедлению темпов экономического роста в России с сопутствующими потерями в уровне реальных доходов и занятости населения, а также ростом бедности. Приток инвестиций в IV кв. 2008 г. сократился вследствие увеличения стоимости заимствований и потенциальных проблем с доступностью кредитных средств, а также в результате роста неопределенности и влияния этих факторов

Таблица 2.3. АНТИКРИЗИСНЫЕ МЕРЫ, ОБЪЯВЛЕННЫЕ 29 СЕНТЯБРЯ И 14 ОКТЯБРЯ 2008 Г., И ИХ СТОИМОСТЬ

Меры государственной политики	Цели	Источник финансирования	Статус и механизм реализации	Стоимость (бюджетные, квазибюджетные, денежные издержки)
Кредитно-денежная политика				
Банку России будет разрешено частично компенсировать убытки банка-кредитора в случае непогашения кредита финансовой организацией – получателем кредита	Предоставление ликвидности банковскому сектору, особенно банкам второго эшелона	Банк России	Временная мера до 31 декабря 2009 г.	Неопределенные квазибюджетные издержки
Дополнительное снижение резервных требований	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Обязательные резервы, размещаемые в Банке России	Выполнено немедленно, действовало до начала 2009 г.	Денежный эффект: 100 млрд руб.
Банку России будет разрешено предоставлять (краткосрочные) кредиты без дополнительного обеспечения	Предоставление ликвидности банковскому сектору, особенно банкам второго эшелона	Банк России	Соответствующее законодательство принято	Неопределенные квазибюджетные издержки
Банк России разместит 50 млрд долл. на депозит в ВЭБ в целях замещения источников внешнего финансирования для организаций, которые не смогут рефинансировать существующий долг за рубежом	Снижение риска пролонгации краткосрочных внешних долговых обязательств отечественных финансовых и нефинансовых корпораций	Валютные резервы Банка России	Банк России разместит 50 млрд долл. на депозит в ВЭБ в целях замещения источников внешнего финансирования для организаций, которые не смогут рефинансировать существующий долг за рубежом	Квазибюджетные издержки: 1300 млрд руб. (51,18 млрд долл.)
Правительство РФ и Банк России предоставят средства в размере 950 млрд руб. (36 млрд долл.) в виде субординированных кредитов	Предоставление ликвидности банковскому сектору	500 млрд руб. – средства Банка России; 450 млрд руб. – депозиты Фонда национального благосостояния	Предоставление субординированных кредитов на срок до 2020 г. по ставке 8%: Сбербанку России – до 500 млрд руб., ВТБ – до 200 млрд руб., Россельхозбанку – до 25 млрд руб.	Квазибюджетные издержки: 950 млрд руб. (37,40 млрд долл.)
Введение ежедневных ограничений по операциям «валютный своп»	Ограничение спекулятивных операций в валюте		Ежедневно в 10 часов Банк России будет объявлять верхнее ограничение по операциям валютного свопа	Нет
Бюджетная политика				
Рекапитализация Агентства по страхованию вкладов	Повышение доверия к банковской системе	Федеральный бюджет		Квазибюджетные издержки: 200 млрд руб.
Поддержка финансовых рынков	Предоставление поддержки компаниям, акции которых торгуются на фондовом рынке	Федеральный бюджет и депозиты Фонда национального благосостояния, размещенные в ВЭБ	Использование средств государственного бюджета для приобретения акций и облигаций компаний; покупка активов будет осуществляться через ВЭБ	Квазибюджетные издержки: 175 млрд руб. в 2008 г.; 175 млрд руб. в 2009 г.; общая сумма – 350 млрд руб.
Рекапитализация ВЭБ	Укрепление банковской системы	Федеральный бюджет		Квазибюджетные издержки: 75 млрд руб.

Источники: Экономическая экспертная группа, сообщения Правительства России, данные ежедневного мониторинга Всемирным банком макроэкономических и финансовых показателей России.

на доверие со стороны отечественных и иностранных инвесторов. Повышение стоимости кредитов приведет к снижению потребительского спроса. Некоторые неторгуемые секторы, в частности строительство и торговля, особенно уязвимы к снижению совокупного спроса. По нашим оценкам, рост ВВП в 2009 г. составит около 3%. Для сравнения: предыдущие оценки уровня ВВП в 2009 г., опубликованные в середине 2008 г., составляли 6,5%. Относительно умеренное замедление роста ВВП в 2008 г. отражает тот факт, что на протяжении первых 3 кварталов 2008 г. российская экономика выросла на 7,7%, так что последствия кризиса в 2008 г. дали себя знать лишь в последнем квартале.

В-третьих, замедление темпов роста негативно скажется на уровне реальных доходов среднего класса и малоимущих граждан (см. врезку «Влияние финансового кризиса на бедность в России»). Тем самым к тому, что началось как финансовый кризис, добавляется человеческий аспект, а это требует оценки социальных последствий кризиса, а также разработки надлежащих мер государственной политики.

В некоторой степени замедление экономического роста представляет собой желаемое охлаждение перегретой экономики, которое также будет способствовать снижению высокого уровня инфляции. Однако в результате значительного ослабления денежно-кредитной политики, вызванного необходимостью борьбы с кризисом ликвидности (одно только снижение резервных требований привело к вливанию в экономику дополнительных 400 млрд руб.), в 2009 г. инфляционное давление сохранится. Кроме того, одним из факторов дальнейшего повышения инфляции потребительских цен будет также некоторое ослабление рубля.

Несмотря на то что прямые бюджетные расходы на осуществление объявленных ответных мер управляемы, квазифискальные издержки существенно выше (табл. 2.4). Непосредственные бюджетные затраты на эти меры оцениваются всего лишь на уровне 190 млрд руб. (7,6 млрд долл. США, или около 0,58% ВВП России в 2007 г.), однако квазифискальные и потенциальные издержки могут составить около 4639 млрд руб. (185 млрд долл. США, или около 14,7% российского ВВП в 2007 г.). Эти дополнительные обязательства значительно сузили бюджетные возможности и затормозили реализацию многих важных инициатив. В этой связи следует особенно отметить планы по осуществлению масштабных капиталовложений в инфраструктуру, которые теперь могут быть урезаны или отложены. В самом

ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА НА БЕДНОСТЬ В РОССИИ

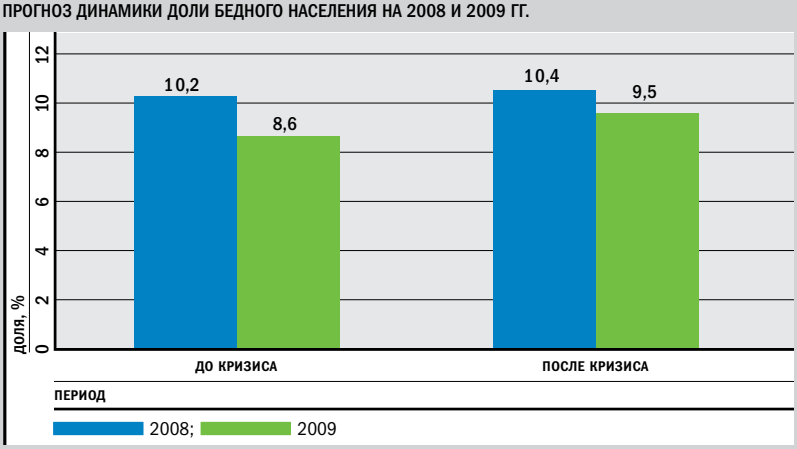
В результате активного экономического роста за последние 8 лет бедность в России сократилась. В 2000–2007 гг. реальный уровень ВВП на душу населения в среднем увеличивался приблизительно на 7% в год. При этом доля бедного населения в общей численности населения снизилась с 29% в 2000 г. до 13,4% в 2007 г. Эти цифры означают, что за период с 2000 по 2007 г. около 30 млн человек, по-видимому, вышли из категории бедного населения.

Последствия финансового кризиса для бедного населения России вызывают тревогу. На рисунке представлены прогнозируемые последствия воздействия финансового кризиса на состояние бедного населения в России на основе оценок его численности, выполненных Росстатом. Прогноз будущих изменений в численности бедного населения строится на двух сценариях: 1) докризисный сценарий, когда предполагается, что реальный уровень ВВП на душу населения растет на 6,8% в 2008 г. и на 6,5% в 2009 г.; 2) послекризисный сценарий, когда прогнозируется замедление темпов роста в результате финансового кризиса до 6,5% в 2008 г. и 3,5% в 2009 г.

Если бы высокие темпы роста, наблюдаемые в период с 2000 по 2007 г., сохранились и в следующие 2 года (докризисный сценарий), по нашим оценкам, доля бедных сократилась бы до 10,2% в 2008 г. и до 8,6% в 2009 г. Другими словами, доля бедного населения сократилась бы почти на 1/3 в период между 2007 и 2009 гг. Однако ожидаемое замедление роста, вызванное развивающимся финансовым кризисом, притормозит этот процесс. В рамках послекризисного сценария, который в настоящее время считается базовым, прогнозируемая доля бедного населения в 2009 г. увеличивается до 9,5% (см. рисунок). Более высокая доля бедного населения означает, что в 2007–2009 гг. примерно на 1,3 млн человек меньше покинет категорию бедных.

Международный опыт и передовая практика свидетельствуют о том, что Правительство могло бы смягчить отрицательное воздействие финансового кризиса на бедное население. В условиях финансового кризиса становится более очевидной важность создания мощной системы социальной защиты и помощи, которую можно было бы наращивать в тяжелые времена. Самым главным видом социальных трансфертов в России является пенсия, при этом другие выплаты и льготы нестрахового характера в рамках социальной поддержки бедного населения невелики. Кроме того, расходы на соцзащиту в России в основном носят проциклический характер. При этом весьма низка адресность двух самых крупных программ, направленных на помощь бедным, — программы детских пособий и децентрализованных программ социальной поддержки. Таким образом, мы рекомендуем ряд мер для смягчения удара финансового кризиса по бедному населению, которые предлагаем осуществлять в следующей последовательности: 1) перенаправить средства, используемые в настоящее время для предоставления неадресных, регрессивных льгот, на реализацию адресных программ социальной помощи; 2) укрепить систему децентрализованных программ социальной поддержки посредством совершенствования их финансирования и повышения адресности используемых инструментов; 3) повысить адресность социальных программ, предназначенных для беднейших слоев населения, например программы детских пособий.

ПРОГНОЗ ДИНАМИКИ ДОЛИ БЕДНОГО НАСЕЛЕНИЯ НА 2008 И 2009 ГГ.



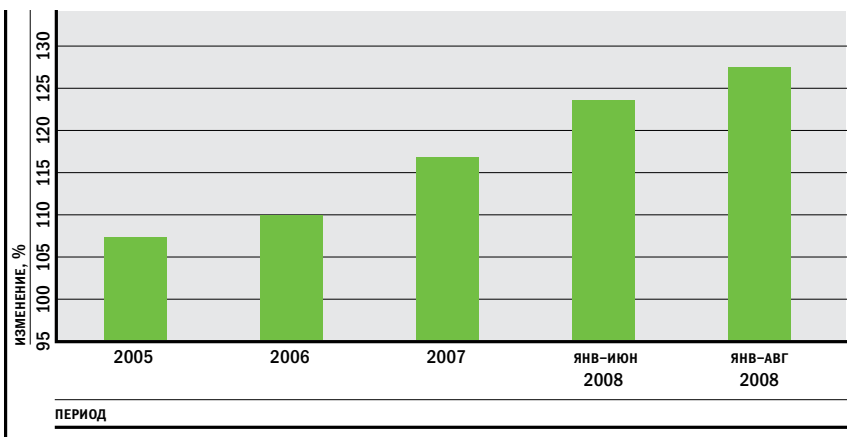
Источник: оценки Всемирного банка.

Таблица 2.4. СОВОКУПНЫЕ ИЗДЕРЖКИ И ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ АНТИКРИЗИСНЫХ МЕР РОССИЙСКИХ ВЛАСТЕЙ

Источник финансирования	Издержки, млрд руб.			Итого
	фискальные	квазифискальные	денежно-кредитные	
Федеральный бюджет	190	До 2,839	–	До 3,029
в том числе Фонд национального благосостояния	–	До 700	–	До 700
Банк России	–	До 1,800	830	До 2,630
Итого, млрд руб.	**190**	**До 4,639**	**830**	**До 5,659**
Итого, млрд долл.	**7,6**	**До 185**	**33**	**До 225,6**

Источник: оценки Всемирного банка.

Рисунок 2.2. ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЙ ОТНОШЕНИЯ ССУД К ДЕПОЗИТАМ В 2005–2008 ГГ.



Источник: Банк России.

Глобальный кризис негативно сказывается на России, однако Правительство приняло своевременный и всесторонний пакет ответных мер. Их прозрачность и эффективность являются ключевыми факторами для того, чтобы ответная экономическая политика помогла снизить негативное влияние кризиса на реальную экономику.

худшем случае, если падение цен на нефть продолжится, стремясь к среднему многолетнему уровню в 30 долл. за баррель (пока большинство аналитиков не предусматривают такой возможности), в среднесрочные планы государственных расходов придется вносить существенные коррективы.

В результате кризиса изменится конфигурация российского банковского сектора, началась консолидация банков. Отношение ссуд к депозитам в российской банковской системе выросло приблизительно со 105% в 2005 г. до более 125% в первые месяцы 2008 г. (рис. 2.2), что отражает повышение зависимости банков от зарубежных заимствований в качестве источника финансирования. Хотя этот агрегированный показатель высок, он не настолько значителен, как во многих странах СНГ, которые находятся в более уязвимом положении. Однако крупные внешние заимствования поставили в тяжелое положение мелкие и средние банки, которые при отсутствии альтернативных возможностей привлечения средств и рефинансирования не имеют других существенных и стабильных источников ресурсов (таких как депозиты). Крупные банки, включая частные, как правило, более устойчивы и способны пережить финансовый кризис.

В целом некоторым банкам и компаниям, возможно, придется пересмотреть свои бизнес-модели. Банки, которые слишком полагались на внешние заимствования в качестве способа финансирования своих операций, должны будут пересмотреть свою бизнес-модель и по примеру компаний других стран переориентироваться на традиционный банковский бизнес и модель финансирования, предполагающую более стабильную и диверсифицированную депозитную/клиентскую базу. Кроме того, учитывая огромное количество требований о внесении дополнительного обеспечения по кредитам *(margin calls)*, предъявляемых компаниям частного сектора, обеспеченным акциями, чья стоимость на рынке постоянно меняется, необходимо также пересмотреть стратегии корпоративного заимствования.

После продолжительного периода стремительного роста цен на рынке недвижимости за счет высокой ликвидности, в некоторых сегментах рынка началась корректировка. Особенно это относится к рынку недвижимости в Москве. Согласно данным *realmarket.ru*, средняя цена 1 кв. м жилой площади в Москве увеличивалась на 35% ежегодно в период с 2004 г. по август 2008 г., когда цена достигла своего пика. В октябре 2008 г. цены упали на 5% по сравнению с предыдущим месяцем. Замедление роста в секторе недвижимости не будет ограничено только строительной отраслью, оно также будет иметь последствия для банковского сектора, который является источником ипотечных кредитов и кредитов, выданных под залог недвижимости.

Глобальный кризис негативно сказывается на России, однако Правительство приняло своевременный и всесторонний пакет ответных мер. Еще многое предстоит сделать для применения принятого пакета мер. Прозрачность и эффективность антикризисных мер являются ключевыми факторами для того, чтобы ответная экономическая политика помогла снизить негативное влияние кризиса на реальную экономику. Кроме того, Правительству необходимо задуматься и о более долгосрочных мерах экономической политики, связанных с повышением конкурентоспособности, диверсификацией экономики и стимулированием развития сектора малых и средних предприятий. Такие реформы наряду с модернизацией банковского сектора будут способствовать росту производительности и помогут России выйти из кризиса с более динамичной и здоровой экономикой. ■