

НОВЫЕ ВЫЗОВЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Алексей УЛЮКАЕВ

доктор экономических наук, профессор,
Первый заместитель председателя
Центрального банка России

Оικονομία • Πολιτικά

• ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

В настоящее время как глобальная экономика, так и экономика России находятся на пути восстановления после кризиса 2008—2009 годов. Можно по-разному относиться к количественным параметрам, к степени устойчивости восстановительного роста, но в целом восстановление уже началось. 2010 год, по всей видимости, станет годом возобновления глобального экономического роста, который может достигнуть порядка 3% ВВП: чуть меньше — в развитых экономиках, чуть выше — в развивающихся экономиках.

Кроме того, 2009—2010-е — это годы дооценки активов. Если проанализировать динамику цен по трем базовым группам активов: по активам фондового рынка, по товарным активам и по активам недвижимости, то можно увидеть, что восстановление идет, только разными темпами. Самые высокие темпы характерны для фондового рынка — в среднем по итогам 2009 года порядка 70%. Скорее всего, темпы 2010 года будут существенно ниже, но 20—30% прироста можно считать рациональными ожиданиями. Отдельные страны, в том числе и Россия, продемонстрировали более значимые темпы роста фондового рынка. В мире есть 4—5 экономик, фондовые рынки которых выросли более чем на 120%, но в основном это был восстановительный рост, связанный с предшествующим глубоким падением. По всей видимости, период очень быстрого роста фондовых рынков заканчивается, и также можно предположить, что в России будет сохраняться рост фондового рынка в пределах среднемировых темпов. То же самое, хотя и в меньшей степени, относится

и к товарным рынкам, а вот ситуация в области недвижимости — и жилой, и коммерческой — будет иной, хуже прогнозируемой сейчас экспертами.

Что это означает для России? Прежде всего улучшение внешних параметров, то есть параметров, связанных с торговым и платежным балансом. Можно предположить, что импорт и экспорт будут нарастать в 2010 году сходными темпами и торговый баланс будет близок к текущим значениям — около 110 млрд долл. в годовом выражении. Видимо, также можно ожидать довольно высокую устойчивость сальдо текущего счета, примерно на уровне 3—4 млрд долл. в месяц, порядка 40 млрд долл. в год. Что касается капитального счета, то официальный прогноз Банка России предполагает некоторое сокращение чистого притока частного иностранного капитала. Однако есть основания для того, чтобы этот прогноз был скорректирован.

В то же время можно предположить возможность некоторого чистого притока частного иностранного капитала в российскую экономику исходя из динамики мировой ликвидности, тех оценок, которые дают инвестиционные банки, а также исходя из конъюнктуры основных параметров российского экспорта и тех показателей, на которые ориентируются мировые инвесторы. Это означает, что, скорее всего, на внутреннем валютном рынке будет наблюдаться перевес предложения над спросом — что Банк России прогнозировал еще в 2009 году. Такая ситуация при прочих равных условиях приведет к возникновению дополнительных вызовов для денежных властей в плане необходимости нейтрализации возникающего дополнительного денежного предложения или же может обусловить еще большее укрепление национальной валюты. Но описанное развитие событий возможно лишь в случае сохранения текущей бюджетно-налоговой политики. Однако вполне вероятно, что в 2010 году бюджетный дефицит будет также существенно ниже, чем планируется, — в связи с более высокими ценами на основные товары российского экспорта, а главное, с несколько иной оценкой ВВП. И здесь мы подходим к одной из теоретически и практически важных «развилочек», заключающейся в оценке темпов роста ВВП в ближайшее время.

Так, существует официальный прогноз Министерства экономического развития РФ, согласованный с Банком России. Он исходит из того, что в настоящее время наблюдается достаточно медленное восстановление темпов экономического роста — до 3,1% в 2010 году, а затем до 4—5% в год.

С накопленным кумулятивным эффектом экономического роста, заложенным в данном прогнозе, можно согласиться, однако динамика этого прироста будет, скорее всего, несколько иной. Так, более вероятно быстрое восстановление темпов роста в 2010 году, на уровне порядка 5%, что будет связано с эффектом базы, с восстановлением внешнего спроса, с лучшим состоянием бюджета, а также финансов экспортеров, с возможностью реализации их инвестиционных программ, которые были отложены. А вот затем можно предположить некоторое снижение темпов роста, которые, по всей видимости, хотя и останутся в области положительных значений, но в 2011 году будут меньше, чем в 2010 году, а в 2012 году — меньше, чем в 2011 году. Основные причины замедления роста кроются в динамике относительной конкурентоспособности и в эффективности использования факторов производства. Достаточно легко загрузить простаивающие производственные мощности в первый послекризисный год, но сделать это в более поздний период будет сложнее.

Тем не менее налогооблагаемая база в 2010 году увеличится достаточно существенно, несмотря на то, что инфляция будет меньше прогнозируемой. С высокой степенью уверенности можно утверждать, что прирост индек-

са потребительских цен не превысит 7%. В расчете для бюджета принята бóльшая цифра, но, тем не менее, кумулятивно налогооблагаемая база будет больше и доходы бюджета соответственно должны быть больше. Бюджетный дефицит может быть оценен в размере 5% ВВП. Это означает, что фискальная эмиссия уменьшается на величину сокращения бюджетного дефицита, что упрощает задачу денежных властей с точки зрения стерилизации денежного предложения. В целом прогноз прироста денежных агрегатов на уровне 20—25% является весьма реалистичным. С учетом прогноза инфляции темп прироста реального денежного предложения составит 10—15%.

Что касается кредитного сектора, то здесь необходимо помнить о том, что кредитование относится к запаздывающим показателям экономического роста, поскольку оно напрямую зависит от изменения состава заемщиков, с которыми работают банки. Многие привычные заемщики либо уходят из бизнеса, либо работа с ними становится для банков некомфортной, так как они становятся носителями избыточных рисков. При этом новые категории заемщиков также являются для кредитора носителями избыточных рисков из-за отсутствия у банков практики взаимоотношения с ними. Кроме того, новые заемщики, как правило, являются небольшими, поскольку появление большого количества новых крупных заемщиков маловероятно в экономике, выходящей из кризиса. Следовательно, себестоимость операций с новыми заемщиками оказывается выше. Оба эти фактора во всем мире сдерживают кредитную активность в начале восстановительного периода. Можно предположить, что то же самое будет происходить и в российской экономике, в российской кредитной сфере. По итогам 2009 года в РФ прирост кредитного портфеля банков близок к нулю, при том что кредитование корпоративного сектора несколько выросло, а кредитование домашних хозяйств немного сократилось. В первом полугодии 2010 года ожидается возобновление кредитования в статистически значимых объемах, связанное с большей очевидностью для банков ситуации с денежными потоками, с восстановлением внешнего спроса для большого количества заемщиков, с восстановлением внутреннего спроса, а также с тем, что финансовым результатам банков очень серьезно угрожает проблема возможной отрицательной маржи, потому что фондирование, к которому они прибегают (прежде всего фондирование со стороны депозитов населению), — достаточно финансовоемкий вид деятельности. Еще раз необходимо отметить, что в течение длительного периода времени банки привлекали средства под высокие проценты и это останется для них очень серьезным обременением на протяжении 2010 года и в последующем.

В связи с вышесказанным важно упомянуть об одном позитивном качестве российского банковского сектора на фоне глобального банкинга. Для кредитной активности банков развитых стран проблемным является выбор между кредитованием реального сектора экономики и вложением в долговые финансовые инструменты, прежде всего в долговые обязательства развивающихся экономик. И сейчас они часто делают выбор именно в пользу облигаций, что для большинства регуляторов развитых рынков является очень серьезным риском. В РФ этой проблемы фактически нет: подобного выбора для наших банков не существует. Мы сами являемся не субъектом, а объектом такого рода решений.

Но несмотря на отмеченный положительный момент, есть две существенные проблемы, одна из которых уже была упомянута, — возможность получить отрицательную маржу, очень дорогое фондирование, к которому прибегали российские банки, и ситуация, когда цена кредита для конечных заемщиков снижается гораздо быстрее, чем цена фондирования. Вторая про-

блема — конкуренция с трансграничными кредитными организациями. До недавнего времени этот процесс сдерживался определенными ожиданиями девальвации национальной валюты. После того как для большинства экономических агентов российской стороны эти ожидания при принятии деловых решений стали несущественными, они с большей готовностью стали замещать в своих балансах более дорогие кредитные ресурсы российских банков более дешевыми кредитными ресурсами банков иностранных. Привлечение дешевых ресурсов требует от российских банков снижать цену кредитов для конечных заемщиков.

Тем не менее, несмотря на указанные проблемы, кредитная активность российских банков растет. В номинальных значениях 15—20-процентный рост кредитования корпоративных заемщиков за 2010 год представляется рациональным ожиданием. Восстановление кредитования домашних хозяйств можно ожидать только в конце 2010 года, так как спрос со стороны населения на кредиты ограничен из-за безработицы, возможного снижения доходов, проблем у фирм, где они работают, и т.д. Указанные факторы приводят к снижению спроса и не позволяют в короткие сроки восстановить кредитную активность.

В описанной ситуации Банк России, как было анонсировано, будет продолжать движение в сторону инфляционного таргетирования и более свободного курсообразования. Очевидно, что эксперты и аналитики всего мира будут еще не раз возвращаться к концепции инфляционного таргетирования, и ее, по всей вероятности, ожидает определенная модификация, обусловленная кризисом. Банк России видит эту модификацию в отказе брать на себя обязательства невмешательства в операции на валютном рынке. В обозримом будущем такие операции будут проводиться для защиты экономики от излишней волатильности. Сглаживание курсовых колебаний на данном этапе развития российской экономики — полезная мера.

Банк России продолжит применять те же механизмы валютных интервенций: активные и пассивные. Пассивные операции, на границе коридора для бивалютной корзины, будут постепенно сокращаться, а активные, внутри этих границ, видимо, будут увеличиваться. В конце 2009 — начале 2010 года активных интервенций было уже существенно больше, чем пассивных. В январе пассивных операций не было вовсе. Однако необходимо отметить, что описанный механизм пока не прошел проверку с точки зрения ситуации, когда рынок находится у верхней границы коридора, то есть когда ЦБ РФ должен осуществлять активные или пассивные операции по продаже иностранной валюты. Но это лишь вопрос времени. При этом и для бизнеса, и для домашних хозяйств стало очевидным, что валютный рынок становится более волатильным. Это отражается, в частности, в динамике депозитов: если раньше мы видели очень нервную их реакцию на относительно небольшие изменения курса, то сейчас данная реакция становится значительно менее острой. Доля валютных депозитов постепенно снижается, фактически вне зависимости от текущих колебаний курса и других факторов.

Следующий принципиальный вопрос, который встает перед любым регулятором, — это стратегия «выхода» из кризиса. С одной стороны, антикризисная помощь бизнесу с течением времени может стать проблемой, несмотря на то что сначала она воспринималась как практически бесплатный источник фондирования. Дело в том, что 8% годовых, которые казались почти «нулем» в период острой фазы кризиса, станут серьезным обременением для баланса тех банков, которые взяли существенный объем субординированных кредитов. В любом случае, независимо от того, объявляется об этом или

нет, регуляторы всего мира постепенно осуществляют сворачивание антикризисных мер. Что касается нашей страны, то Банк России резко нарастил до 4 трлн руб. валовой кредит и до 3 млн руб. чистый кредит в течение трех месяцев, а затем начал постепенно его сокращать. По состоянию на январь 2010 года чистый кредит банковскому сектору был отрицательным, что связано прежде всего с фискальной эмиссией самого конца 2009 года.

Необходимо отметить, что определенные виды финансирования являются для Банка России объектами более пристального внимания, например беззалоговые кредиты. Банк России сворачивал их быстрее, не снижая по ним процентные ставки на фоне уменьшения ставок по другим инструментам рефинансирования. В результате задолженность банков по этому инструменту существенно сократилась. Но темпы дальнейшего сокращения, по всей видимости, будут гораздо меньше. Дело в том, что резко снизилось количество заемщиков. При этом наиболее адекватные заемщики, которые чувствуют себя комфортно и могут фондироваться на рынке, уже вышли из этого инструмента. В нем остались только те, кто по разным причинам испытывает затруднения и чья высокая зависимость от Банка России не может быть быстро преодолена.

Использование таких механизмов, как дополнительная капитализация банков через субординированные кредиты, вскоре практически сойдет на нет. Механизм по капитализации банков через вхождение правительства в их привилегированные акции в обмен на специальные облигации федерального займа будет реализовываться в очень небольшой мере. Важно отметить, что это тот инструмент, наличие которого полезнее, чем использование как таковое, поскольку он является своеобразной гарантией для банков и позволяет им осуществлять кредитование более свободно, тогда как в противном случае они должны были бы сжимать кредитование. Но при этом они вряд ли будут активно прибегать к этому механизму на практике.

В дальнейшем Банк России должен будет также рассматривать возможность снижения срочности финансирования. До кризиса максимальный срок кредитования банков составлял 3 месяца, сейчас он достигает 12 месяцев. По операциям, обеспеченным рыночными активами, по операциям, обеспеченным нерыночными активами, по беззалоговым кредитам Банк России будет добиваться сокращения срочности, как и все остальные ЦБ стран мира. Кроме того, Банк России должен будет с большей жесткостью подходить к вопросам оценки активов, которая стала более льготной на время кризиса.

Отдельный вопрос — возможность восстановления резервных требований, которые в период кризиса были доведены до минимального значения в размере 0,5%. Но рассмотрение вопроса об увеличении резервных требований и их дифференциации и принятие решения по нему намечено уже на ближайшее время.

Наконец, Банк России в 2010 году начнет осваивать пласт серьезных проблем, связанных с регулированием. Опять-таки, подобно регуляторам всего мира, Банк России должен подготовиться к тому, чтобы пересматривать требования по капиталу, имея в виду не только количественные (увеличение нормы достаточности капитала), но и качественные показатели, из которых можно выделить определение капитала второго уровня и капитала первого уровня. Видимо, необходимо готовиться и к тому, что будут пересмотрены требования по ликвидности, по резервам. Будут также рассматриваться вопросы о динамическом капитале, изменении количественных требований в зависимости от этапа цикла мировой конъюнктуры.

В завершение необходимо сказать и о более среднесрочной перспективе, о локальных вызовах, с которыми будут сталкиваться органы денежно-кредитного регулирования. Когда идет речь об экономическом росте в 2010 году на уровне 5%, небольшой инфляции (хотя и нарастающих инфляционных рисках), росте кредитования и т. д., то воспринимать такую ситуацию как однозначный позитив не вполне корректно. Существует серьезная опасность того, что восстановление количественных параметров роста, близких к тому уровню, который РФ имела в докризисный период, будет воспроизводить весь массив проблем, с которыми российская экономика подошла к кризису. Иными словами, рост кредитования на 45% в год — проблема не меньшая, чем нулевой рост кредитования, а стремительный рост денежного предложения — проблема не меньшая, чем его отсутствие, поскольку данные тенденции несут в себе очень высокие риски и серьезные проблемы.

Говоря о глобальных вызовах (а они, несомненно, влияют на Россию), можно выделить следующее. Первое — это проблема колоссального нарастания суверенного долга, который стремительно увеличился за кризисный период и маловероятно, что будет снижаться. Бюджетные дефициты, скорее всего, сохранятся, они могут несколько сократиться, но исчезнуть не могут, что во многом связано с так называемыми демографическими проблемами, то есть со старением населения, влекущим за собой повышенные расходы на пенсионную систему и на здравоохранение. Все экономики мира будут сталкиваться с этим. Решение данной проблемы упирается в очень сложные функциональные и политические механизмы, обсуждать которые жизненно необходимо, но это обсуждение выходит за рамки формата данной статьи. Тем не менее это глобальный вызов, который проявляется в одном важном феномене.

Он состоит в конкуренции на инвестиционных рынках суверенного и корпоративного долга. Сегодня мы наблюдаем совершенно новый для мирового рынка феномен, когда спрэды по суверенному долгу для первоклассных заемщиков оказываются выше, чем спрэды по корпоративному долгу. Такого никогда раньше не было. Сейчас такая ситуация возникла, причем это не случайный локальный всплеск, связанный с кризисом, а, скорее всего, начало новой тенденции. Это означает, что перед всеми инвесторами мира встает серьезный выбор. И шансов, что этот выбор будет сделан в пользу суверенного долга, меньше, чем шансов у выбора в пользу частного долга. Это огромных масштабов проблема для всех фискальных систем, по-настоящему еще не осознанная. Для РФ сегодня она стоит чуть менее остро, поскольку уровень долга в нашей стране меньше, правда лишь в течение исторически короткого промежутка времени. Рано или поздно мы также окажемся в плену этой ловушки.

Вторая глобальная проблема заключается в том, что из кризиса мир выходит с сохранением глобальных дисбалансов. То есть ситуация, при которой в одних регионах мира наблюдается завышенное накопление, а в других — завышенное потребление, а развивающиеся рынки занимаются тем, что импортируют частный и экспортируют государственный капитал, похоже, сохранилась и принципиально почти ничего не изменилось. Торговый дефицит США сокращается, но он сокращается за счет уменьшения торговли с теми партнерами, которые относятся к развитым экономикам, — с Германией и Японией прежде всего. Переориентация Китая с внешнего на внутренний рынок является очень нетривиальной задачей, решение которой неочевидно. В этом смысле послекризисный период фактически представляет собой расширенное воспроизводство тех же проблем, что были до кризиса.

Третья проблема — это высокий риск глобального перегрева экономики, воспроизводства ликвидности с избыточными ожиданиями, с учетом того, что развивающиеся рынки имеют очень большой потенциал развития, который не учитывает демографических проблем, проблем окружающей среды, инфраструктуры.

Все отмеченные глобальные вызовы в разной степени отражаются на России, но все они имеют определенные последствия для ее экономики. Кроме того, необходимо упомянуть еще об одном серьезном вызове ближайшего времени для РФ — о некотором рассогласовании между макроэкономической и фискальной политикой, с одной стороны, и структурной и институциональной политикой, с другой. Можно утверждать, что прошло то время, когда у нас были возможны высокие бюджетные профициты. Наверное, бюджет РФ еще будет профицитным, но величина профицита вряд ли сможет достигать 7—8% от ВВП, как в некоторые предшествовавшие годы. Это означает, что накопление резервов прежними темпами невозможно. В то же время более свободное курсообразование означает, что защитная подушка резервов, на которую во многом ориентируются инвесторы, весьма ограничена в масштабе и по времени. И инвесторы будут это понимать и будут принимать решения исходя из новых реалий. И потому в данной ситуации все больше возрастает значение качественных институтов, качественного государственного управления, качественного корпоративного управления, соответствующего общеизвестного набора параметров по снижению административных барьеров, уменьшению вмешательства в экономику и т. д.

И мы не сможем преодолеть эти дисбалансы, мы не сможем уйти от модели экономического роста, основанного на импорте частного капитала, экспорте государственного капитала до тех пор, пока мы не решим эти проблемы. Когда мы говорим, что нефть — это проклятье для экономики РФ, мы должны понимать, что убивает не оружие, убивает тот, кто нажимает на спусковой крючок. Нефть сама по себе — не благо и не проклятие, при качественных общественных институтах она является источником устойчивого экономического развития, а при некачественных институтах она порождает большое количество проблем. У России сегодня есть не более 5—10 лет для того, чтобы сделать выбор в пользу развития на базе качественных институтов. Только при этом выборе макроэкономика, фискальная политика, денежная политика сработают так, как мы от них ожидаем, обеспечив стабильный экономический рост и повышение благосостояния населения страны.