

DOI: 10.12731/2218-7405-2013-9-4

УДК 33

**К ВОПРОСУ О ПРИЧИНАХ
ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА 2008-2010 ГОДОВ И ПОСЛЕДСТВИЯХ
ДЛЯ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ РФ**

Поляков Е.Н.

Статья посвящена анализу влияния нестабильности на глобальных финансовых рынках на экономики развивающихся стран и анализу факторов, обусловивших большую или меньшую степень уязвимости финансовых систем развивающихся стран глобальному кризису 2008-2010 годов. Особое внимание уделено влиянию глобального финансового кризиса на экономики двух групп развивающихся стран: стран Юго-Восточной Азии и стран Центральной и Восточной Европы. На базе результатов анализа объясняется динамика основных макроэкономических показателей РФ в период острой фазы кризиса. Автором предлагается анализ степени уязвимости российской экономики в случае возможной нестабильности на глобальных финансовых рынках в настоящее время. Автор пришел к выводу что основной причиной по которой в 2009 году по уровню прироста ВВП Россия заняла 178 место из 184 стран, стали 2 группы ошибок. Первая группа ошибок - это системные ошибки макропруденциального регулирования, допущенные ЦБ в период с 2002 по 2007 годы, как то: отсутствие контроля и регулирования заимствований частного и банковского секторов на внешних рынках, а также на внутреннем рынке в иностранной валюте, утрата контроля за внутренними финансовыми рынками, как то: рынок межбанковского кредитования, рынок ценных бумаг. Вторая группа ошибок – это ошибки допущенные ЦБ во время кризиса. Первая ошибка ЦБ – это отказ рефинансировать внешние долги нефинансового сектора, в результате чего воз-

ник острейший кризис ликвидности. Вторая ошибка это растянутая на несколько месяцев, а не единовременная девальвация рубля. Цена второй ошибки составила 200 млрд. USD, которые ЦБ потерял, а спекулянты заработали.

Ключевые слова: монетарная политика, макропруденциальное регулирование, финансовый кризис.

GLOBAL FINANCIAL CRISIS 2008 CAUSES AND CONSEQUENCES FOR RUSSIAN MACROPRUDENTIAL REGULATION

Polyakov E.N.

This article analyzes the impact of volatility in global financial markets on the economy of developing countries and the analysis of factors contributing to a greater or lesser degree of vulnerability of the financial systems of developing countries in the global crisis of 2008-2010. Particular attention is paid to the influence of the global financial crisis on the economies of the two groups of developing countries of Southeast Asia and Central and Eastern Europe. On the basis of the analysis due to the dynamics of the main macroeconomic indicators of the Russian Federation during the acute phase of the crisis. The author presents an analysis of the vulnerability of the Russian economy in the event of possible instability in global financial markets at present. The author came to the conclusion that the main reason for which in 2009 the level of GDP growth Russia won 178 seats out of 184 countries, were 2 groups of errors. The first group of errors - errors are system of macro-prudential regulation made by the Central Bank from 2002 to 2007, such as: lack of control and regulation of borrowings of the private and banking sectors to foreign markets, as well as in the domestic market in foreign currency, the loss of control over domestic financial markets, such as: the interbank lending market, the stock market. The second group of errors - errors it committed securities during the crisis. The first error of the Central Bank - a rejection Vat refinance foreign debt of non-financial sector, resulting in an

acute liquidity crisis. The second error is stretched for a few months, not a one-time devaluation of the ruble. Price of the second error was 200 billion USD, which the Central Bank lost and speculators earned.

Keywords: monetary policy, macroprudential regulation, global financial crisis.

Предметом настоящей статьи является анализ причин и последствий мирового финансового кризиса 2008-2010 годов на экономики развивающихся стран, включая Россию. Сейчас, спустя 3 года после окончания острой фазы кризиса, мы хорошо понимаем его природу и можем дать оценку действиям монетарных властей отдельных стран во время кризиса, сравнить эффективность монетарной политики России и других развивающихся стран, а также понять сделаны ли необходимые выводы руководством Центрального Банка и Правительства РФ.

Кризис 2008 года это долговой кризис, спровоцированный внезапно возникшим дефицитом ликвидности. Страны, финансировавшие свой рост в основном за счет внешних заимствований частного сектора пострадали больше всего в силу того, что их слабые банковские системы оказались не в состоянии рефинансировать долг в условиях дефицита ликвидности. Однако, при наличии сопоставимого внешнего долга глубина и продолжительность рецессии оказались сильно дифференцированы для разных стран. Анализу причин, усугубивших долговой кризис, а также ошибок, допущенных регуляторами непосредственно в процессе борьбы с последствиями долгового кризиса посвящена настоящая статья.

В наибольшей степени во время кризиса пострадали страны центральной и восточной Европы (далее – страны ЦВЕ) и СНГ (таблица №1, диаграмма №1). Однако, мы полагаем, что СНГ как самостоятельную группу стран рассматривать не нужно в силу высокого веса в ее показателях России. Более того, Россию саму можно отнести к числу стран ЦВЕ поскольку причины кризиса в РФ

и странах ЦВЕ очень схожи. Вторая группа стран, наиболее сильно пострадавших во время кризиса - это развитые страны (Германия, Италия, Франция, Япония, Финляндия и др.) и индустриально развитые страны Азии (Тайвань, Сингапур, Гонконг). Но причина глубокой рецессии в развитых странах – это тема отдельного исследования, в рамках настоящей работы мы анализируем причины кризиса в развивающихся странах.

Таблица 1

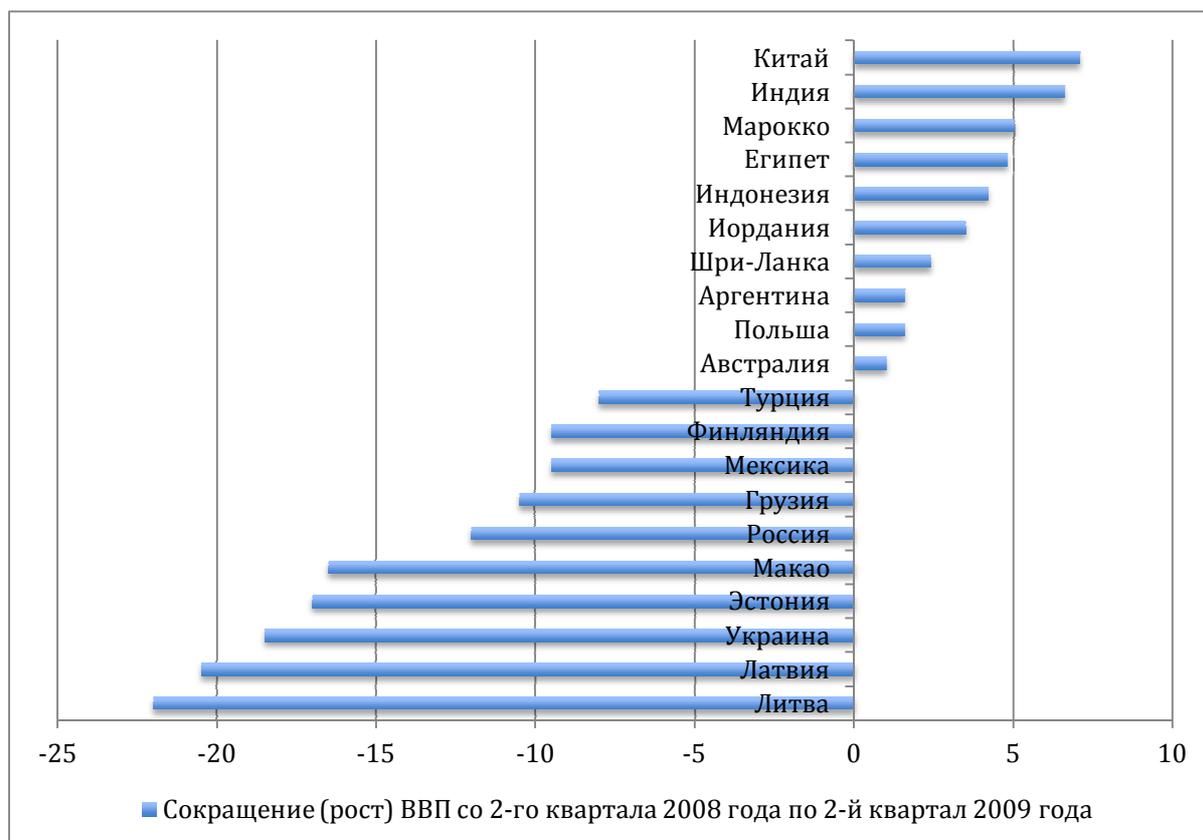
Прирост ВВП (%)	2007	2008	2009	2007 - 2009
Развивающиеся страны Азии ¹	10,6	7,7	5,5	-5,1
АСЕАН-5 ²	6,3	4,9	-0,3	-6,6
Индустриально развитые экономики Азии ³	5,7	1,6	-5,2	-10,9
Страны ЦВЕ	5,4	2,9	-5	-10,4
СНГ и Монголия	8,6	5,5	-5,8	-14,4
Ближний Восток	6,3	5,9	2	-4,3
Мир	5,2	3,2	-1,4	-6,6
Развитые экономики	2,7	0,9	-3,8	-6,5
Развивающиеся экономики	8,3	6,1	1,5	-6,8

¹ Китай, Индия, Индонезия, Мьянма, Пакистан, Филиппины, Шри-Ланка, Лаос, Вьетнам, Таиланд, Бутан, Тонга, Кирибати, Папуа – Новая Гвинея, Бангладеш, Самоа, Мальдивы, Непал

² Индонезия, Малайзия, Филиппины, Таиланд, Вьетнам

³ Гонконг, Корея, Сингапур, Тайвань

Диаграмма 1



Наименее сильно пострадали от кризиса развивающиеся страны Азии и Ближнего Востока. В рамках настоящего исследования мы сравним две группы стран: страны ЦВЕ + Россия (группа, показавшая худшую динамику) и развивающиеся страны ЮВА (группа, показавшая лучшую динамику)⁴. В группу ЮВА включим семь наиболее значимых стран региона (Китай, Индия, Индонезия, Малайзия, Корея, Филиппины, Таиланд).

Анализируя последствия финансового кризиса на экономики развивающихся стран следует обратить внимание на то, что среди развивающихся стран обеих групп есть страны, которые относительно безболезненно справились с нестабильностью на международных финансовых рынках (Индия, Китай, Ин-

⁴ Развивающиеся страны Азии значительно более интересны с точки зрения анализа нежели страны Ближнего Востока в силу несравнимо большего объема экономик и уровня развития финансовых систем.

донезия) и страны, избежавшие рецессии (Филиппины, Польша). Именно эти страны представляют для нас наибольший интерес с точки зрения анализа.

Глубина и продолжительность рецессии определяются следующими факторами.

1. Степень перегрева экономики является не меньшим, а возможно и более значимым фактором рецессии, нежели размер внешнего долга. Перегретые рынки ценных бумаг и недвижимости моментально рушатся во время финансовой нестабильности и сами становятся источником нестабильности, поскольку недвижимость и акции выступают залогом по внешним и внутренним займам. Проблема маржин-колов наиболее сильно бьет по реальному сектору.

2. Перегрев экономики, как правило, характеризуется завышенным курсом национальной валюты. В этом случае бегство капитала из ликвидных рынков акций и недвижимости влечет необходимость девальвировать валюту, но в случае значительного долга, номинированного в иностранной валюте (как внешнего, так и внутреннего) девальвация становится либо невозможной, либо сильно затрудняет восстановление экономики.

3. Большая доля экспорта в ВВП также является фактором глубины рецессии. Как показывает дальнейший анализ, страны с большей долей экспорта в ВВП пострадали во время кризиса сильнее, что обусловлено падением спроса на импорт со стороны развитых стран. Такие страны как Сингапур, Гонконг и Макао, имеющие долю экспорта в ВВП более 200% пострадали во время кризиса довольно сильно несмотря на низкий уровень внешнего долга и жесткую монетарную политику.

4. Бюджетный дефицит и госдолг усугубляет масштаб кризиса в силу ограниченности финансовых ресурсов, необходимых для рефинансирования внешнего долга и реализации программ стимулирования экономики.

В западной периодике за 4 года появилось огромное количество публикаций, анализирующих уязвимость экономик развивающихся (и не только) стран в предкризисный период, в т.ч. попытки выделить показатели предкризисной

динамики, однозначно определяющие глубину спада. Наиболее интересной является работа, выполненная банком UBS[1]. Ведущий аналитик UBS по развивающимся экономикам Андерсон разработал индекс системного риска для 50 развивающихся экономик, включив в него множество показателей (отношение внешнего долга к ВВП, соотношение внешнего долга и резервов, отношение гос долга к ВВП, соотношение объема кредитов и депозитов у банковского сектора, отношение текущего счета к ВВП, отношение экспорта к ВВП). Работа интересна тем, что опубликована в ноябре 2008 года и последующая динамика ВВП развивающихся стран в значительной степени соответствовала показателям их уязвимости на момент начала кризиса.

Кроме того, был проведен ряд масштабных статистических исследований, анализирующих зависимость между показателями, характеризующими тяжесть кризиса и переменными, объясняющими вариацию первой группы показателей[2; 7]. Самыми статистически значимыми переменными оказались следующие:

- динамика REER за 5 лет, предшествовавших кризису (страны, которые никак не ограничивали рост курса национальной валюты пострадали наиболее сильно (Россия, Литва, Латвия, Эстония));
- кредитное плечо, количественным измерителем которого выступает отношение совокупного кредита к совокупному размеру депозитов;
- отношение краткосрочного долга к ВВП;
- гибкость валютного курса, которая учитывалась в модели посредством введения *dummy variable* (страны, у которых валюта была привязана к доллару или евро пострадали сильнее стран с гибким валютным курсом).

Относительно последней переменной необходим комментарий. Дело в том, что страны, поддерживающие *currency board* или *pegged exchange rate regime*, как правило, не могут проводить самостоятельную монетарную политику. Соответственно, они не могут противодействовать перегреву экономики путем повышения процентных ставок в случае притока краткосрочного капитала.

Все эти исследования однозначно показывают наибольшую уязвимость европейских экономик и наименьшую азиатских, но не дают ответа на вопрос почему таким глубоким оказался спад у России. К примеру, индекс финансовой уязвимости Андерсона относил Россию к числу наименее уязвимых экономик в 2008 году. Мы попытаемся дать ответ на этот вопрос.

I. Страны ЦВЕ.

Статистические показатели, характеризующие глубину и причины рецессии стран ЦВЕ представлены в таблицах 8 и 9. Из таблиц видно, что:

1) Литва, Латвия, Эстония, Румыния, Болгария и Россия на момент кризиса находились в состоянии сильнейшего перегрева экономики;

2) все страны ЦВЕ, кроме Польши, Чехии и Словакии никак не ограничивали заимствования частного сектора в валюте, что в результате привело к преобладанию именно валютного долга в общей структуре долга нефинансового сектора;

3) все страны ЦВЕ кроме России и Словении уступили контроль в банковском секторе нерезидентам;

4) Польша оказалась единственной восточноевропейской страной, которая имела экономический рост в 2009 году, во всех остальных странах ЦВЕ финансовый кризис вызвал рецессию.

Коротко механику кризиса в центральной и восточной Европе можно описать следующим образом. Страны ЦВЕ в предкризисные годы сделали ставку на быстрый экономический рост за счет низких процентных ставок и долгового финансирования частного сектора. В результате получили перегрев экономики, завышенный курс национальных валют и огромный внешний долг, номинированный в валюте. Валютный долг не дал возможности девальвировать валюту во время кризиса, а дорогая валюта во время кризиса спровоцировала бегство капитала.

В зависимости от инструментов денежно-кредитной политики страны ЦВЕ можно разделить на 3 группы:

1. Польша, Чехия, Венгрия и Румыния таргетировали инфляцию и поддерживали плавающий валютный курс на момент, когда ударил финансовый кризис.

2. Словения и Словакия на момент кризиса находились в еврозоне и поэтому избежали крупномасштабного оттока капитала.

3. Латвия, Литва, Эстония поддерживали currency board, в результате чего получили колоссальный перегрев экономики, высокую инфляцию и как результат пострадали наиболее сильно во время финансового кризиса. Болгария также поддерживала currency board, но не будучи членом ЕС не столкнулась с таким масштабным притоком капитала и пострадала во время кризиса существенно меньше.

Более подробно рассмотрим прибалтийские страны и Польшу.

Прибалтийские страны.

Самой важной с точки зрения анализа представляется третья группа восточноевропейских стран, а точнее прибалтийские страны. Причиной экономической катастрофы этих стран стали пороки монетарной политики. Привязав курс национальной валюты к евро и принципиально отказавшись от использования инструментов, ограничивающих приток капитала в страну (capital controls), прибалтийские страны лишили себя возможности проводить самостоятельную монетарную политику. Вступив в Евросоюз в 2004 году прибалтийские страны столкнулись с проблемой притока краткосрочного капитала в страну. Тот факт, что курсы валют были привязаны к евро только провоцировал приток капитала. Стерилизовать избыточную ликвидность прибалтийские страны не могли, потому что это привело бы к еще большему притоку капитала вследствие роста процентных ставок внутри страны. Избыточная ликвидность привела к высокой инфляции, беспрецедентному росту реального курса национальных валют, что подорвало обрабатывающий сектор прибалтийских стран и привело к дефициту текущего счета.

Самое неприятное для прибалтийских стран, что в предкризисные годы в сфере монетарной политики они строго следовали предписаниям Евросоюза. В 2005 году они присоединились к European Exchange Rate Mechanism. Цель состояла в том, чтобы в течение 2 лет вступить в зону евро. EERM не требует привязки национальной валюты к евро (допускает возможность плавающего в пределах $+15\%/-15\%$ курса), но прибалтийские страны предпочли сохранить курс жестко привязанный к евро.

Отсутствие макропруденциального регулирования привело к росту внешних заимствований банковского сектора. Заимствования эти можно сделать только в валюте. Это провоцировало банки давать кредиты внутри страны тоже в валюте. Имея огромный долг, номинированный в инвалюте прибалтийские страны не имели возможности девальвировать свои национальные валюты. В результате произошла так называемая внутренняя девальвация, когда частный сектор резко сокращает издержки, чтобы повысить конкурентоспособность. Внутренняя девальвация обычно приводит к высокому уровню безработицы, дефляции и резкому сокращению ВВП. В итоге Латвия, Литва и Эстония столкнулись со всеми этими проблемами.

Польша

Секрет экономических успехов Польши объясняется несколькими причинами. Во-первых, Польша из всех восточноевропейских стран является самой крупной и потому у нее минимальная (без учета Румынии) доля экспорта в ВВП. Во-вторых, Польша была одной из немногих восточноевропейских стран, которые в предкризисный период (2002-2007 годы) проводили жесткую монетарную политику, т.е. имели невысокую инфляцию, небольшой дефицит текущего счета и потому их валюта не была значительно переоценена (таблицы №7 и 8). В-третьих, Польша проводила жесткую макропруденциальную политику, т.е. ограничивала внешние заимствования частного и банковского сектора и за-

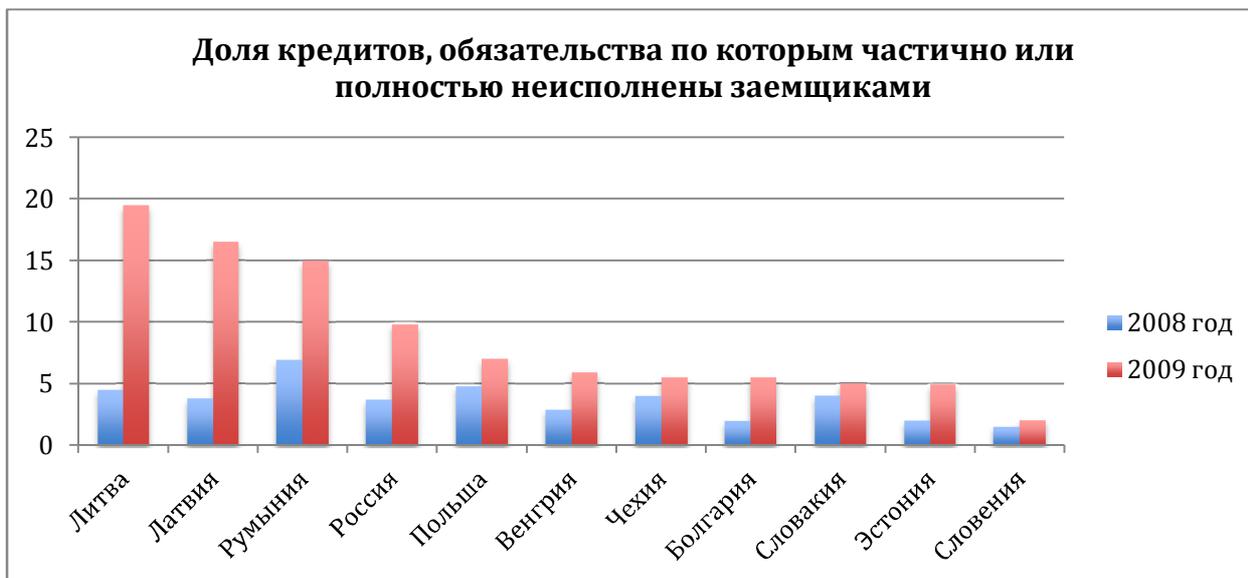
имствования в валюте⁵. К числу стран, которые в предкризисные годы проводили жесткую макропруденциальную политику кроме Польши относятся Чехия, Словакия и Словения. На диаграмме №2 видны последствия этой политики – доля non-performing loans с конца 2008 года по конец 2009 года выросла незначительно. Низкая доля заимствований частного сектора, номинированных в валюте дала возможность Польше относительно безболезненно для частного сектора девальвировать валюту. Злотый был девальвирован на 36% - максимальное значение среди стран Восточной Европы. Словакия и Словения не могли девальвировать валюту потому что на момент кризиса уже находились в зоне евро. Чехия валюту девальвировала, но незначительно.

Благодаря девальвации злотого Польша в 2009 году снизила удельные затраты на оплату труда в промышленном производстве на 20%, что стало лучшим показателем среди 34 стран в отношении которых Bureau of Labour Statistics США ежегодно рассчитывает показатели стоимости труда [8].

Любопытно, что в соответствии с рейтингом Андерсона Польша на ноябрь 2008 года была наименее уязвимой для кризиса экономикой среди всех стран ЦВЕ.

⁵ Для того чтобы применять capital controls необходимо было иметь смелость, потому что EERM исключал возможность присоединения к зоне евро страны, применяющей capital controls.

Диаграмма 2



По результатам анализа в отношении стран ЦВЕ можно сделать следующие выводы:

1. Литва, Латвия и Эстония пострадали наиболее сильно из всех стран ЦВЕ потому что их экономики к сентябрю 2008 года были сильно перегреты, частный сектор имел огромный внешний долг. Одним из следствий перегрева экономики у всех трех стран была чрезвычайно дорогая валюта (таблица №9). Кроме того, эти страны не смогли или не решились девальвировать валюту.

2. Россия и Румыния имели все те же проблемы, но в отличие от прибалтийских стран сильно девальвировали валюту во время кризиса. Дальше будет показано что девальвация валюты имела сильный стимулирующий эффект для экономики. Болгария до кризиса имела самую дешевую валюту среди стран ЦВЕ плюс за счет внутренней девальвации немного снизила REER и потому ее спад оказался меньше, нежели спад РФ и Румынии.

3. Польша, Чехия, Словакия и Словения проводили жесткую монетарную и макропруденциальную политику, но при этом к сентябрю 2008 года имели очень дорогую валюту. Словения имела самую дорогую валюту среди ЦВЕ и потому получила рекордный спад среди этой группы стран. Польша резко девальвировала валюту и потому избежала рецессии. Словакия и Чехия (после

девальвации) имели валюту существенно дешевле чем Словения, но значительно дороже чем Польша (после девальвации) и потому получили умеренный спад.

Россия

Российская экономика к сентябрю 2008 года была перегрета больше чем любая иная среди экономик стран ЦВЕ. На это указывает самый высокий среди стран ЦВЕ уровень инфляции в период с 2002 по 2007 год (таблица №8), аномально низкие банковские процентные ставки (диаграмма №3), рекордные темпы роста кредитования экономики в период с 2002 по 2007 год (таблица №8), а также тот факт что REER в период с января 2002 по ноябрь 2008 года вырос более чем в 1,5 раза.

Долг нефинансового сектора, номинированный в валюте составлял на сентябрь 2008 года 50%, что не рекордное значение для стран ЦВЕ, но чрезвычайно высокое. Внешний долг частного сектора составлял 30%.

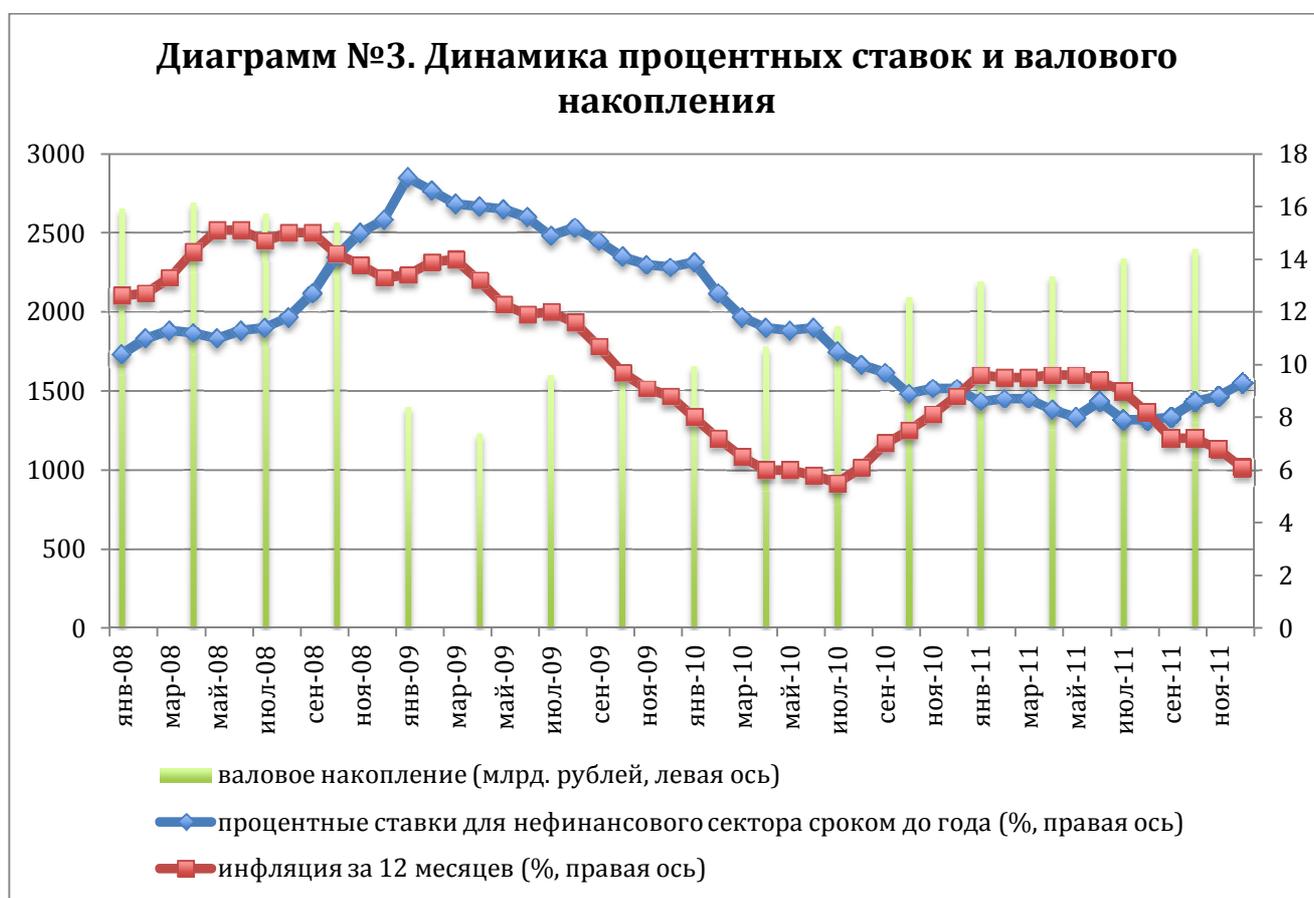
Таблица 2

	2008' 3	2008' 4	2009' 1	2009' 2	2009' 3	2009' 4
Долг банковского сектора	196	165	145	140	134	126
краткосрочный	64	43	34	30	24	27
долгосрочный	133	122	111	110	110	98
Долг частного сектора	276	251	238	249	250	248
краткосрочный	40	26	22	22	20	19
долгосрочный	236	225	216	227	229	229
Внутрикорпоративный долг частного сектора (перед аффилированными компаниями - нерезидентами)	33	33	33	43	46	47
Итого долг частного сектора	309	284	271	292	296	295
Итого долг банковского и частного сектора	505	449	416	432	430	421

Как видно из таблицы внешний долг частного сектора на пике кризиса сократился на 39 млрд. долларов или 12,6%. Внутренний долг частного сектора с 01.10.2008 по 01.01.2010 сократился незначительно с 15647 до 15606 млрд. рублей[20]. При этом нужно иметь ввиду, что в результате девальвации рубля

была произведена переоценка валютных кредитов, доля которых по состоянию на конец 2009 года составила 29%. Без учета переоценки сумма кредита частному сектору сократилась на 4,6%⁶. Т.е. произошло сокращение кредитования частного сектора как со стороны иностранных финансовых институтов, так и отечественным банковским сектором.

Произошло это в силу роста процентных ставок, который оказался рекордным даже для восточной Европы (см. диаграмму №3)



В таблице №2 показаны средние процентные ставки банковского сектора для первоклассных заемщиков в 2007-2009 годах.

⁶ Источник – собственные вычисления

Таблица 3

	2007	2008	2009	Разница
Чехия	5,8	6,3	6	0,2
Словакия	8	5,8	н/д	-2,2
Словения	5,9	6,7	5,9	0
Венгрия	9,1	10,2	11	1,9
Болгария	10	10,9	11,3	1,3
Румыния	13,3	15	17,3	4
Эстония	6,5	8,5	9,4	2,9
Латвия	10,9	11,9	16,2	5,3
Литва	6,9	8,4	8,4	1,5
Россия	10	12,2	15,3	5,3

Процентные ставки выросли в силу 3 причин:

1) на российском межбанковском рынке в качестве кредиторов доминируют банки-нерезиденты (их доля составляет более 73,3% на 01.01.09), соответственно рост процентных ставок на мировых финансовых рынках немедленно отражается на межбанковском рынке РФ;

2) российская экономика, как и все другие экономики, во время кризиса столкнулась с кредитным сжатием, когда резко сокращается кредитный мультипликатор и увеличение денежной массы не влечет увеличение кредитного предложения;

3) ЦБ РФ в 4 квартале 2008 года в несколько этапов повысил ставку рефинансирования с 10 до 13%; по всей видимости он пытался таким образом остановить бегство капитала (бороться с перегревом экономики в этот момент было уже поздно), но во время паники процентные ставки перестают быть действенным инструментом регулирования капитального счета.

В отчете UB[5] есть диаграмма характеризующая динамику процентных ставок по всем развивающимся рынкам в период с августа по октябрь 2008. Россия безусловный лидер среди 44 развивающихся стран с ростом в 8 процентных пунктов.

Как видно из диаграммы №3 в конце 2007 года банковские процентные ставки для нефинансовых организаций стали отрицательными. С мая по сентябрь 2008 года они держались на уровне - 4% годовых, что является одним из свидетельств перегрева экономики. В октябре процентные ставки начали резко расти, достигнув пика в абсолютном выражении в январе 2009 года (17% годовых). Одновременно в связи с резким ужесточением монетарной политики начала падать инфляция. С января 2009 года динамика процентных ставок повторяет динамику инфляции, но процентные ставки оставались на 3-4% выше, нежели уровень инфляции. Необходимо обратить внимание на то, что динамика валового накопления и соответственно экономический рост очень сильно зависят от динамики процентных ставок. Ситуация первой половины 2008 года, когда банковские процентные ставки были сильно отрицательными до настоящего времени не повторилась. Соответственно, валовое накопление так и не достигло значений первой половины 2008 года.

Таким образом, в то время как все страны мира ослабляли монетарную политику и снижали процентные ставки, чтобы стимулировать экономику ЦБ напротив их повышал. С нашей точки зрения ЦБ допустил ошибку. Его задача состояла в том, чтобы компенсировать частному сектору падение объемов заимствования экономики на внешних рынках увеличением объемов кредитования собственным банковским сектором. Это было несложно сделать через гос-банки. Вместо этого ЦБ допустил резкое ужесточение условий кредитования экономики.

Но основная проблема, повлекшая катастрофическое падение ВВП в 2009 году, была не ужесточение условий кредитования, а бегство капитала из стра-

ны. Вывод капитала из страны банковским и нефинансовым сектором отражен в следующей таблице (млрд. USD).

Таблица 4⁷

		III-2008	IV-2008	I-2009	II-2009	III-2009	IV-2009	итого за 5 кварталов
банки	инвест доходы	-1,6	-1,6	-1,5	-1,1	-1,2	-1,7	
	фин счет	-13,5	-55,6	-6,9	-5,8	-27,5	10	
	итого	-15,1	-57,2	-8,4	-6,9	-28,7	8,3	-92,9
	в т.ч. займы полученные	10,4	-24,6	-13,9	-7,4	-7,9	-7,6	-61,4
част-ный сектор	инвест доходы	-13,4	-8,3	-4,1	-9,9	-8,1	-9,8	
	фин счет	-4,7	-47,6	-28	8,4	-6	-1,2	
	итого	-18,1	-55,9	-32,1	-1,5	-14,1	-11	-114,6
	в т.ч. займы полученные	19,6	-1,6	-2,8	3,6	-3,4	3,9	-0,3
Справочно сокращение валового накопления относительно среднего уровня 2008 года				-39,6	-45,0	-33,1	-31,12	-148,97

Как видно из таблицы за 5 кризисных кварталов, с 4 квартала 2008 года по 4 квартал 2009 года, банковский сектор вывел из страны 93 млрд. USD, из которых большая часть (61,4 млрд. USD) это погашение внешних займов. Частный сектор за это же время вывел из страны 114,6 млрд. USD.

Интересно то, что банк России в четвертом квартале 2008 года рефинансировал банковскую систему на 3,8 трлн. рублей путем предоставления банкам депозитов и кредитов. Но эти деньги не пошли на кредитование реального сектора и по всей видимости цель выделения этих средств была иная. Все эти средства пошли на приобретение валютных активов. Совокупная величина валютных активов выросла за 2009 год на 4,1 трлн. рублей (в основном в 4 квартале). Большая часть этих активов приобреталась зарубежом, в основном выдавались кредиты нерезидентам. За 3-4 квартал банковский сектор вывел из стра-

⁷ Источник - платежный баланс. Следует обратить внимание на то, что согласно платежному балансу отток капитала в виде погашения внешних займов частным сектором составил за 5 кварталов только 0,3 млрд. USD. Что сильно отличается от данных Росстата, согласно которым за тот же период времени внешние заимствования частного сектора сократились на 14 млрд. USD.

ны 72 млрд. долларов, из которых 24 млрд. USD это погашение займов, а остальное это предоставление займов нерезидентам и портфельные инвестиции. С.А. Алексащенко в своей статье «Обвальное падение закончилось, кризис продолжается» высказал мысль что банковскому сектору было необходимо нарастить именно валютные активы в силу дисбаланса между валютными активами и пассивами, который на момент кризиса составлял 100 млрд. USD и который привел бы к коллапсу банковской системы в случае одномоментной девальвации рубля. Возможно, действительно другого способа решить проблему не существовало, но сам факт предоставления отечественной банковской системой нерезидентам займов и приобретение их ценных бумаг на сумму 48 млрд. долларов в самый пик кризиса представляется чрезвычайно занятным.

Сокращение ВВП за счет сокращения накоплений частного сектора составило в 2009 году 149 млрд USD. Это сумма грубо складывается из:

- капитала, выведенного из страны частным сектором (114,6 млрд. USD);
- сокращения внешних заимствований частного сектора (14 млрд. USD);
- сокращения кредитования частного сектора отечественной банковской системой (830 млн. рублей);

Таким образом, кредитное сжатие только отчасти (и в меньшей степени) объясняет падение ВВП в 2009 году. В большей степени падение ВВП объясняется массовым оттоком капитала из страны, что связано с ужесточением условий кредитования частного сектора и общей экономической нестабильностью.

Одновременно необходимо ответить на вопрос о том, почему после падения в 2009 году российская экономика так и не вернулась к тем темпам экономического роста, которые имела до кризиса (7,1% в период с 2002 по 2007 год), как это случилось с многими другими развивающимися странами. Дело в том что предкризисный рост не был естественным для той модели экономического развития, которую Россия выбрала. Высокий рост был обусловлен сильнейшим

перегревом экономики и потому продолжаться долго не мог. Сейчас Россия вернулась к естественным для себя темпам роста (3-4% в год).

Далее посмотрим за счет каких элементов ВВП произошло сокращение ВВП у РФ и страны с лучшими экономическими показателями среди стран ЦВЕ, Польши (таблица №5).

Таблица 5

	Россия		Польша	
	прирост 2009 к 2008 году	прирост в проц. пунктах ВВП	прирост 2009 к 2008 году	прирост в проц. пунктах ВВП
ВВП		-7,8%		1,6%
конечное потребление	96,1%	-2,6%	102%	1,6%
валовое накопление	59,0%	-10,5%	88,5%	-2,8%
чистый экспорт		5,2%		2,8%
экспорт	95,3%	-1,5%	92,8%	-3,2%
импорт	69,6%	6,7%	87,5%	6,0%

Как видно из таблицы девальвация рубля (на 40% с последующим укреплением на 7%) и злотого (на 36%) дали очень похожий, стимулирующий эффект (рост ВВП на 5,2% в РФ и 2,8% в Польше). При этом валовое накопление сократилось в Польше только 11,5%, что стоило экономике 2,8 п.п. ВВП, а в РФ на 41%, что стоило экономике 10,5 п.п. ВВП. Конечное потребление в Польше выросло, а в России сократилось, что также повлияло на динамику ВВП.

Интересно то, что в рейтинге Андерсона Россия была на момент начала кризиса была в числе наименее уязвимых экономик развивающихся стран (на 46 месте из 50 стран). И действительно валютные резервы покрывали внешний долг частного сектора, госфинансы находились в отличном состоянии, курс рубля находился на низком уровне относительно прочих стран ЦВЕ. Единственной серьезной проблемой был перегрев экономики. Полагаем, что страшное

падение ВВП обусловлено в значительной степени крайне неудовлетворительной реализацией антикризисной стратегии.

Юго-Восточная Азия.

Отличная динамика ВВП стран ЮВА в кризисный период обусловлена следующими причинами:

1. Страны Юго-Восточной Азии сильно пострадали от долгового кризиса в 1998 году и в отличие от России сделали самые серьезные выводы. Все страны ЮВА (кроме Индонезии) на момент кризиса 2008 года проводили жесткую монетарную политику и жестко регулировали капитальный счет. Показатели монетарной политики и пруденциального регулирования приведены в таблице №9.

Только одна из стран ЮВА (Корея) на момент кризиса имела переоцененную валюту (Cline and Williamson, 2008), но и в ее случае курс был завышен незначительно.

Одним из самых важных показателей, характеризующих степень уязвимости экономики для долгового кризиса является показатель АЕСМ (aggregate effective currency mismatch), который характеризует соотношение внешнего долга, номинированного в валюте и объемов экспорта. Как видно из таблицы №9 только у одной из стран ЮВА этот показатель отрицательный (Корея), причем отрицательное значение минимально. В то же время у всех стран ЦВЕ (кроме Чехии) значения этого показателя отрицательные, либо резко отрицательные (таблица №9).

У всех экономик ЮВА внешний долг со сроком погашения в 2009 году покрывался резервами более чем на 100% (Goldstein, Xie, 2009).

В рейтинге Андерсона наиболее уязвимой для кризиса является экономика Южной Кореи (14-е место). Прочие оказались в конце списка. В то же время в первую десятку вошли 9 экономик ЦВЕ.

2. Наученные опытом 1998 года страны ЮВА проводили существенно более грамотную антикризисную политику, нежели страны ЦВЕ. Все страны

ЮВА сократили процентные ставки (в среднем на 2 проц. пункта в течение периода июнь 2008 – июнь 2009), в то время как страны ЦВЕ их наоборот подняли. Три страны резко девальвировали валюту: Ю. Корея на 25,7%, Индия на 11,1%, Филиппины на 8%⁸. Пакет помощи реальному сектору (относительно ВВП) у развивающихся стран Азии оказался больше нежели у США, еврозоны и Японии (Goldstein, Xie, 2009). Кроме того, Корея рефинансировала банковскую систему в объеме 20% ВВП (самый высокий показатель среди развивающихся стран, Россия – 9,6%) (IMF, 2009).

3. Китай своей грамотной антикризисной политикой в значительной степени обеспечил быстрый выход регион из кризиса. Дело в том, что среди стран ЮВА велика доля внутрирегиональной торговли (16% ВВП против 9% ВВП у стран ЦВЕ). В 2006 доля внутрирегионального экспорта стран ЮВА составляла 40%, а импорта 50%. В региональной специализации Китай выступает в качестве сборщика готовой продукции, а прочие страны в качестве производителей комплектующих. Поэтому экономика региона в целом зависит от экономической ситуации в Китае.

Таким образом, финансы стран ЮВА на момент кризиса находились в отличном состоянии (кроме Кореи, чья финансовая система была довольно уязвима, но несравнимо с финансовыми системами большинства стран ЦВЕ) и выдержали шок конца 2008 года. Антикризисные меры были своевременными и успешными. Однако, нам необходимо дать ответ на вопрос о том, почему одни страны ЮВА показали лучшую динамику нежели другие. Полагаем, что основным фактором, определившим глубину спада или замедления роста экономики во время кризиса является степень экспортоориентированности экономик региона (см. таблицу №9). Больше всего во время кризиса пострадали экономики Малайзии и Таиланда, имеющие наибольшую долю экспорта в ВВП (103% и 76% соответственно). В меньшей степени Южная Корея (53%). Все остальные страны пострадали незначительно.

⁸ Июль 2007 к июлю 2009 год

Для понимания того какой должна была быть антикризисная программа России приведем в качестве примера описание антикризисной программы Китая.

Хотя у Китая сравнительно низкая доля экспорта в ВВП (35%), модель экономического роста такова, что экономика растет в основном за счет роста экспорта. С 2003 года годовой темп роста экспорта не опускался ниже 25%. В приросте ВВП доля экспорта и инвестиций составляет не менее 60%. Поэтому кризис в США и Европе ударил по китайской экономике довольно болезненно. В таблице показана структура прироста ВВП (в процентных пунктах ВВП)[15]. Из нее видно, что в 2009 году за счет падения чистого экспорта ВВП сократился на 3,9% ВВП.

Таблица 6

	потребление	накопление	чистый экспорт
2007	5,3	5,1	2,6
2008	4,4	4,3	0,9
2009	4,6	8	-3,9

В 2007 году рост ВВП составил 13%, в первой половине 2008 – 10,4%, в четвертом квартале 2008 года упал до 6,8%, в первом квартале 2009 года до 6,1%.

Одновременно резко упала инфляция – до 2,4% (в первом полугодии средний уровень инфляции составлял 7%), что было связано с оттоком капитала, с которым Китай столкнулся также как и все развивающиеся страны.

Правительство Китая предприняло 3 группы мер, стимулирующих экономику:

- увеличение бюджетных инвестиций
- сокращение налогов
- ослабление монетарной политики

В ноябре 2008 года Китай объявил о пакете помощи реальному сектору в размере 4 трлн. юаней (14% ВВП), рассчитанному на 2 года (2009 и 2010 годы). Расходная часть бюджета 2009 года выросла относительно бюджета 2008 года на 22,1%. Плюс был снижен НДС и налог с продаж, что дало дополнительно 1 процентный пункт ВВП в 2009 и 2010 годах.

В рамках ослабления монетарной политики были резко увеличены темпы роста денежной массы и ослаблены требования по предоставлению банковских кредитов. В результате M2 в 2009 году вырос на 27,7%. Объем выданных банковским сектором кредитов в 2009 году составил 1,4 трлн. USD, что в 2,3 раза больше нежели в 2008 году и составило 31,7% от всех кредитов, выданных банковским сектором, по состоянию на конец 2009 года. Однако, политика количественного смягчения продолжалась недолго: с декабря 2008 года по июнь 2009. Во второй половине 2009 года темпы роста кредитования экономики и темпы роста денежных агрегатов вернулись к уровню 2008 года. В результате смягчение монетарной политики не привело к всплеску инфляции. Более того, по итогам 2009 года инфляция оказалась отрицательной -0,7%. Падение темпов инфляции до отрицательного уровня обусловлено падением цен на импорт (нефть, продукты питания). Темпы роста экономики при этом достигли уровня 9,1% и 10,7% в третьем и четвертом кварталах 2009 года соответственно.

Резкое ослабление монетарной политики было крайне непростым шагом, поскольку порождало множество рисков: риск образования пузыря на рынках недвижимости и акций, риск всплеска инфляции и соответственно REER, риск роста невозвращенных кредитов, от чего так сильно пострадала японская экономика в 80-х. Тем не менее китайское руководство пошло на этот риск в силу того что к 2009 году имело очень крепкую финансовую систему: в банковской системе только что закончилось списание невозвращенных кредитов и рекапитализация в силу чего банковская система находилась в отличном состоянии (в отличие от банковской системы США и ведущих европейских стран), монетар-

ная и фискальная политики были жесткими. Единственным серьезным негативным последствием стало возникновение пузыря на рынке недвижимости Китая.

Изменения в макроprudенциальной политике РФ произошедшие вследствие кризиса

Основной проблемой, сделавшей экономики развивающихся стран уязвимыми для финансового кризиса стало внешнее финансирование банковского и частного сектора. Страны (регионы), имевшие наиболее крупную задолженность пострадали во время кризиса наиболее сильно (диаграмма №4).

Диаграмма 4[18]



В результате кризиса ликвидности на международных рынках капитала внешний долг банковского сектора РФ сократился на 38% на пике падения (2 квартал 2010 года), внешний долг частного сектора на 6,5% (второй квартал 2010 года). Однако затем начался рост.

ВВП РФ в 2011 году только достиг предкризисного уровня (433 против 432 млрд. USD в ценах 2000 года). При этом совокупный внешний долг частного и банковского сектора уже по итогам 2011 года превысил уровень 2008 года

(517 млрд. USD против 505 млрд. USD), а на первого квартала 2013 года достиг уровня в 612 млрд. USD (таблица №7).

Таблица 7[10]

Составляющие внешнего долга (млрд. USD)	2008'3	2013'1
Долг банковского сектора	196	202
краткосрочный	64	54
долгосрочный	133	148
Долг частного сектора	276	278
краткосрочный	40	26
долгосрочный	236	252
Внутрикорпоративный долг частного сектора (перед аффилированными компаниями - нерезидентами)	33	132
Итого долг частного сектора	309	410
Итого долг банковского и частного сектора	505	612

По состоянию на конец мая 2013 года внутренний долг предприятий нефинансового сектора составил 21,6 трлн. рублей. Основной объем кредитов предоставлен в рублях (78%). Доля внешнего долга нефинансового сектора, номинированного в рублях составляет 29% (без учета долга перед аффилированными компаниями). Т.е. долг нефинансового сектора, номинированный в валюте составляет 35,6% совокупного долга. Это меньше чем перед кризисом 2008 года, но существенно выше, нежели у любой из развивающихся стран ЮВА (таблица №10) и существенно выше, нежели у любой из развивающихся стран G-20, за исключением Аргентины.

На межбанковском рынке по-прежнему доминируют банки-нерезиденты, причем даже в еще большей степени нежели во время кризиса. По состоянию на 01.12.2012 доля средств, привлеченных на межбанковском рынке от нерезидентов составляет 79%[19] (по состоянию на 01.01.09 – 73,3%).

Соотношение валютных активов и пассивов банковского и нефинансового секторов сектора чуть улучшилось. По состоянию на конец 2012 года currency mismatch в банковском секторе составлял -7,6% ВВП. По состоянию на 01.12.09 данный показатель составлял -9,4% ВВП. В нефинансовом секторе на конец 2012 года currency mismatch составлял -6,3%, на конец 2009 года -11,3% ВВП[21].

Таким образом, и банковский сектор и нефинансовый секторы стали даже более зависимы от внешних рынков капитала, нежели во время острой фазы кризиса 2008 года. При этом валютный риск удалось снизить как в банковском, так в нефинансовом секторе. В целом, ситуация принципиально не изменилась. Основная проблема, которая привела к кризису 2008 года осталась не решена.

Таблица 8

	Сальдо тек счета (%), 2002-2007	Сальдо фин счета (%), 2002-2007	Рост объемов кредитования, 2002-2007	Инфляция, 2002-2007	Профицит (дефицит) бюджета, 2002-2007	Рост ВВП, 2002-2007	Падение ВВП (2008-2009)
Латвия	-14,4	4,8	44,3	5,8	-0,9	9,1	-22,5
Эстония	-12,3	6,9	32,7	3,9	2	9	-18
Болгария	-11,1	11,6	33,8	5,9	1,4	5,9	-5,5
Литва	-8,6	3,4	41,4	2,1	-1,2	7,8	-14,7
Румыния	-8,3	6	46,2	11,7	-1,8	6,2	-8,5
Венгрия	-6,9	2,5	16,7	5,3	-7,5	4	-6,8
Словакия	-5,5	7,5	8,4	4,7	-3,7	6,1	-4,9
Чехия	-4,2	5,4	10,2	1,8	-4,1	4,5	-4,7
Польша	-3	3	13,9	2,1	-4,5	4,4	1,6
Словения	-1,8	0,9	19,4	4,3	-1,7	4	-8
Россия	8,9	1,1	43,5	11,7	-	7	-8,3

Таблица 9

	Доля кредитов нефинан. сектора, номинированных в валюте (2008 год)	Доля внешнего долга банковского сектора (в % от ВВП)	Доля внешнего долга к общему долгу частного сектора в 2008 году	Доля банк сектора, принадлежащая нерезидентам, (% , все страны - 2005 год, РФ - 2008)	АЕСМ в 2008 году	REER в 2008 году	REER в 2009 году	Производительность труда (USD/час, 2011)	Доля банковских кредитов, по которым заемщиками не исполнены обязательства по состоянию на конец 2008 года (%)	Доля банковских кредитов, по которым заемщиками не исполнены обязательства по состоянию на конец 2009 года (%)	Доля экспорта в ВВП в 2008 году (%)
Польша	23%	10%	34%	67,1	-9,8	73	59	23,5	4,8	7	40
Чехия	9%	14%	30%	93,4	3,1	79	72	30,5	4	5,5	64
Словакия	22%	18%	37%	97,4	н/д	71	70	32,6	4	5	83
Словения	62%	55%	31%	34,0	н/д	88	87	36,7	1,5	2	67
Венгрия	58%	38%	45%	82,0	-31,6	71	62	24,2	2,9	5,9	82
Болгария	73%	23%	49%	73,0	-5,8	49	47	16,1	2	5,5	58
Румыния	60%	18%	37%	63,0	-30,9	63	53	13,3	6,9	15	31
Эстония	89%	67%	34%	99,2	-37,6	76	71	22,6	2	4,9	71
Латвия	94%	86%	31%	53,2	-114,5	82	71	17,6	3,8	16,5	43
Литва	75%	36%	30%	92,0	-51,1	72	65	23,1	4,5	19,5	60
Россия	50%	12%	30%	28,0	19,6	58	46	19	3,7	9,8	31

Таблица 10

	Отношение банковского внешнего долга к ВВП	Доля внешнего долга в общем объеме долга частного сектора	REER в 2008 году	REER в 2009 году	Доля экспорта в ВВП	Сальдо текущего счета к ВВП (2002-2007)	Инфляция (2002-2007)	Рост REER (2002-2007)	АЕСМ в 2008 году	Рост в 2008 году	Рост в 2009 году	Рост в 2010 году
Индонезия	2,0%	28,1%	56	56	30	2,3	9,1	1,42	4,3	6	4,6	6,2
Филиппины	н/д	н/д	52	49	37	2,1	4,1	1,17	1,1	4,2	1,1	7,6
Малайзия	17,5%	13,9%	58	50	103	13,1	2,2	1,2	2,2	4,8	-1,6	7,2
Таиланд	2,9%	12,5%	50	48	76	2	2,8	1,27	3,1	2,5	-2,3	7,8
Ю Корея	22,7%	8,0%	67	62	53	2,4	2,9	1,14	-1,3	2,3	0,3	6,3
Индия	3,8%	16,9%	35	36	24	0	4,8	1,39	9,7	3,9	8,2	9,6
Китай	2,4%	2,6%	55	55	35	5,6	2,1	1,2	9,8	9,6	9,2	10,4

Список литературы

1. Anderson, Jonathan. 2008a. The Emerging Crisis Handbook. URL: <http://www.news1.co.il/uploadFiles/418773829936982.pdf>
2. SP. Berkmen, G. Gelos, R. Renhack, JP. Walsh. The global financial crisis: Why were some countries hit harder?
3. Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008–09 global financial crisis. J Frankel, G Saravelos.
4. Romain Ranciere, Aaron Tornell and Athanasios Vamvakidis. Currency mismatch, systemic risk and growth in emerging Europe. *Economic Policy* 25, no. 64 (October 2010): 597-658. doi: 10.1111/j.1468-0327.2010.00251.x
5. Emerging crisis handbook, 2008. URL: <http://www.news1.co.il/uploadFiles/418773829936982.pdf>
6. Exchange Rates. William R. Cline and John Williamson.

7. Frankel and Saravelos. 2011.
8. <http://www.bls.gov/fls/chartbook/section3.htm> (chart 3.3).
9. New Estimates of Global Imbalances: Fundamental Equilibrium Time for Action.
10. Quarterly external debt statistics (World Bank).
11. The Downfall Is over, the Crisis Continues. S. Aleksashenko.
12. The global financial crisis: Why were some countries hit harder? SP. Berkmen, G. Gelos, R. Renhack, JP. Walsh.
13. The Impact of the Financial Crisis on Emerging Asia. M. Goldstein, D. Xie
14. The Impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central, Eastern and South-Eastern Europe: A Stock-Taking Exercise. S. Gardo, R. Martin.
15. The National Bureau of Statistics of China (www.stats.gov.cn).
16. The spread of the financial crisis to central and eastern Europe: evidence from the BIS data D. Mihaljek.
17. Understanding the crisis in emerging Europe. E Berglöf, Y Korniyenko, J Zettelmeyer.
18. МВФ, Database for vulnerability exercise for emerging economies.
19. Обзор финансового рынка за 2012 год (ЦБ РФ).
20. Отчеты о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2008 и 2009 годах.
21. Поляков Е.Н. Эмпирический анализ влияния капитального счета на балансы банковской системы и корпоративного сектора // Современные исследования социальных проблем (электронный научный журнал). №6. 2013. doi: 10.12731/2218-7405-2013-6-8.

References

1. Anderson, Jonathan. 2008a. The Emerging Crisis Handbook. URL: <http://www.news1.co.il/uploadFiles/418773829936982.pdf>
2. SP. Berkmen, G. Gelos, R. Renhack, JP. Walsh. The global financial crisis:

Why were some countries hit harder?

3. Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008–09 global financial crisis. J Frankel, G Saravelos.

4. Romain Ranciere, Aaron Tornell and Athanasios Vamvakidis. Currency mismatch, systemic risk and growth in emerging Europe. *Economic Policy* 25, no. 64 (October 2010): 597-658. doi: 10.1111/j.1468-0327.2010.00251.x

5. Emerging crisis handbook, 2008. URL:
<http://www.news1.co.il/uploadFiles/418773829936982.pdf>

6. Exchange Rates. William R. Cline and John Williamson.

7. Frankel and Saravelos. 2011.

8. <http://www.bls.gov/fls/chartbook/section3.htm> (chart 3.3).

9. New Estimates of Global Imbalances: Fundamental Equilibrium Time for Action.

10. Quarterly external debt statistics (World Bank).

11. The Downfall Is over, the Crisis Continues. S. Aleksashenko.

12. The global financial crisis: Why were some countries hit harder? SP. Berkmen, G. Gelos, R. Renhack, JP. Walsh.

13. The Impact of the Financial Crisis on Emerging Asia. M. Goldstein, D. Xie

14. The Impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central, Eastern and South-Eastern Europe: A Stock-Taking Exercise. S. Gardo, R. Martin.

15. The National Bureau of Statistics of China (www.stats.gov.cn).

16. The spread of the financial crisis to central and eastern Europe: evidence from the BIS data D. Mihaljek.

17. Understanding the crisis in emerging Europe. E Berglöf, Y Korniyenko, J Zettelmeyer.

18. IMF, Database for vulnerability exercise for emerging economies.

19. Review of the financial market in 2012 (CBR).

20. Reports on the development of the banking sector and banking supervision in 2008 and 2009.

21. Polyakov E.N. Empiricheskiy analiz vliyaniya kapital'nogo scheta na balansy bankovskoy sistemy i korporativnogo sektora [An empirical analysis of the impact of capital account on the balance sheets of the banking system and the corporate sector]. *Sovremennye issledovaniya sotsialnykh problem*, no. 6 (2013). doi: 10.12731/2218-7405-2013-6-8.

ДААННЫЕ ОБ АВТОРЕ

Поляков Егор Николаевич

*Санкт-Петербургский Государственный Университет Экономики и Финансов
наб. Грибоедова Канала, 30/32, г. Санкт-Петербург, 191023, Россия
u511a@mail.ru*

DATA ABOUT THE AUTHOR

Polyakov Egor Nikolaevich

*Saint-Petersburg State University of Economics and Finance
30/32, nab. Griboedova Kanala, St. Petersburg, 191023, Russia
u511a@mail.ru*

Рецензент:

Маруева Р.П., к.э.н., Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации