

К какому кризису идет Россия?

Несмотря на благоприятную картину в российской макроэкономике, в последние месяцы риски существенно возросли. В первую очередь это связано со слабой банковской системой – именно она будет в центре грядущих финансовых трудностей. Кризис ликвидности уже начался, вынуждая денежные власти идти на экстраординарные меры: прямую закачку средств в системные банки и резкое снижение нормы резервирования.

Фундаментальные показатели российской экономики остаются хорошими, несмотря на замедление роста мировой экономики, резкие движения курсов на валютных рынках (с середины июля доллар вырос по отношению к рублю на 11%) и катастрофическое падение фондового рынка (с середины мая РТС упал на 58%).

Так, экономический рост держится на уровне выше 7% , что является хорошим результатом с учетом темпа роста мировой экономики на уровне 4,1% (согласно июльской оценке МВФ). Инфляция остается серьезной проблемой, в годовом измерении подойдя к отметке в 15%, однако для экономики в целом рост потребительских цен на уровне от 10% до 20% не является чем-то необычным. В то же время для ряда стран, столкнувшихся с высокой инфляцией после значительного перерыва, двузначный рост цен стал настоящим шоком. Ставки процента не слишком велики (однако имеется устойчивая тенденция к росту), ставка овернайт (MosPrime) лишь в последние дни (после банкротства Lehman Brothers) находилась на уровне 10-11%, а до этого с начала года стабильно держалась ниже 7-8%. Внешний фон, разумеется, неблагоприятен: на данный момент велики сложности с рефинансированием долгов у мелких и средних российских банков, спреды находятся на высоких уровнях. Платежный баланс пока выглядит благополучно: торговый баланс в плюсе (19,1 млрд долл.). По итогам первого полугодия приток частного капитала составлял 35,7 млрд долл. (впрочем, бегство капитала из страны, начавшееся летом, видимо, приведет к оттоку капитала по итогам третьего квартала). По предварительным данным ЦБ, в августе-сентябре из РФ "ушло" около 9-10 млрд долл. Золотовалютные резервы упали на 4% по сравнению с максимумом, достигнутым в начале августа (597,5 млрд долл.), но все еще выше любого из нормативов и критериев достаточности резервов.

Парадоксально (но отнюдь не ново), что все эти позитивные моменты, зафиксированные выше, могут ничего не значить в момент начала кризиса. Сейчас России в первую очередь угрожает реализация сценария, связанного с валютными рисками финансовой системы. Различные варианты его описываются моделями валютного кризиса "третьего поколения". Напомним, что модели "первого поколения" (Кругман (1979), Флуд и Гарбер (1984)) предполагали, что кризис в условиях системы фиксированных валютных курсов возникает из-за постоянного первичного дефицита

бюджета, в результате которого правительство, столкнувшись с жесткими ограничениями по финансированию дефицита, прибегает к эмиссии, чтобы получать доход от сеньоража. Этот шаг неизбежно приводит к коллапсу системы фиксированного обменного курса. Очевидно, что Россия защищена от такого рода кризиса как в силу профицитности бюджета, так и в силу относительной свободы валютного регулирования.

Кризис по модели "второго поколения" (Обстфельд (1994, 1996)) также не слишком опасен для России. Такой кризис является самосбывающимся: если инвесторы всерьез верят, что произойдет девальвация, потрясения неминуемы, несмотря на "хорошую" макроэкономическую статистику. Вне игры тут и правительство: кризис может реализоваться даже в том случае, если политика была вполне состоятельной, т.к. прошлые успехи еще не говорят о том, насколько последовательной будет политика в будущем. Однако сейчас нет ни реальной угрозы "заражения" кризисом, ни условий для спекулятивной атаки на рубль. Традиционно под "заражением валютным кризисом" понимают повышение вероятности "атаки" на национальную валюту вследствие спекулятивной атаки на другие валюты.

Тем не менее не все так радужно. Инвесторы могут испугаться грядущего возникновения бюджетного дефицита, который образуется, если правительству придется "выкупать" банковскую систему после "набега вкладчиков". Опыт 2004 г. показал, что достаточно приостановления лицензии или банкротства хотя бы одного достаточно крупного банка, чтобы население выстроилось в очереди перед банковскими кассами, надеясь вернуть свои сбережения. В российских условиях стоимость "спасения" может составить до 3-4% ВВП, что при существующей тенденции к снижению профицита бюджета из-за роста расходов бюджета может привести к дефицитности бюджета. По такому сценарию развивались события азиатского кризиса 1997 г.: осознание инвесторами слабости банковской системы приводило к спекулятивной атаке на валюту. Для "хрупкой" банковской системы это может быть слишком тяжелым испытанием. Его не прошли многие азиатские банки 11 лет назад, и нет уверенности в том, что российская банковская система, всерьез "нагрузившаяся" долларовыми кредитами, находится в сколько-нибудь лучшем положении, чем корейская или тайландская в 1997 г. Вероятность реализации подобного сценария тем выше, чем слабее финансовая система. И резкое падение фондового рынка (или рынка недвижимости, как бы ни казался такой поворот нереальным) могло бы послужить триггером для его реализации. Более глубокая причина уязвимости российской экономики к такого рода кризисным явлениям – неререформированность банковской системы. Создав тепличные условия для российских банков, защитив их от конкуренции с иностранцами, неэффективно распорядившись возможностями пруденциального надзора, предоставив неявные гарантии, денежные власти РФ должны будут

нести ответственность за неустойчивость системы кредитных учреждений. Кроме того, по мере продолжения разворота текущего и капитального счетов платежного баланса может начаться продолжительная девальвация рубля, что вместе с влиянием внешнего долга, номинированного в иностранной валюте, приведет, согласно предсказаниям моделей кризиса "третьего поколения", к падению темпов экономического роста.

Крейндель В.

Старший аналитик ИФИ