

Д.Р. Белоусов

### О РАЗВИТИИ КРИЗИСА РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ В 2008-2009 гг.

*В статье исследуются предпосылки и ход экономического кризиса в России в 2008-начале 2009 гг. Особое внимание уделено накоплению в предшествующий период и механизмам реализации кризисного потенциала российской экономики, а также воздействию антикризисных действий финансовых властей.*

**Российская экономика на «пороге» кризиса.** Год перелома в экономической динамике – 2008 г. – оказался наиболее проблемным для российской экономики за последнее десятилетие.

Первое полугодие 2008 г. было отмечено позитивными тенденциями: ВВП продолжал интенсивно расти (в середине года прирост ВВП на 2008 г. оценивался в 7,5%). Это происходило на фоне опережающего роста инвестиций в основной капитал (I кв. – 23,6%, II кв. – 17,4% к соответствующему периоду 2007 г.), обеспечивающего быстрое обновление производственного аппарата в ряде отраслей и расширение жилищного строительства. Возросшие финансовые возможности государства позволили существенно увеличить финансирование расходов на долгосрочное развитие российской экономики. Значительные инвестиции были направлены в развитие инфраструктуры, капитализацию институтов развития.

Положительное внешнеторговое сальдо и приток прямых иностранных инвестиций вели к быстрому наращиванию золотовалютных резервов, составивших к середине 2008 г. 568,3 млрд. долл.

Результатом мобилизации «нефтяных» доходов (с профицитом все последние годы) стало быстрое формирование резервных фондов федерального бюджета. Объем Стабилизационного фонда (с начала года разделенного на два – Фонд будущих поколений и Фонд национального благосостояния) к концу 2008 г. равнялся 3849 млрд. руб. (157 млрд. долл.).

Вместе с тем несбалансированность социально-экономического развития – отчасти связанная с наследием 1990-х годов, отчасти приобретенная в последние годы – привела к формированию ряда зон напряженности, которые обусловили развитие кризисных процессов в российской экономике во втором полугодии 2008 г. и в начале 2009 г.

**Перегрев потребительского рынка.** Рост доходов и потребления населения, как и в предыдущие годы, основывался на отрыве динамики заработной платы от динамики производительности труда. В последние годы этот разрыв был примерно 2,5-кратным.

Интенсивный рост заработной платы в этот период происходил в широком спектре отраслей, причем высокими темпами она увеличивалась не столько в экспортно-сырьевых отраслях (в них «всплеск» оплаты труда произошел раньше), сколько в обрабатывающей промышленности и в бюджетном секторе.

В определенной мере этот рост связан с возникшим перегревом рынка труда<sup>1</sup> и структурным дефицитом рабочей силы, что вело к образованию «рынка продавца

---

<sup>1</sup> Характерно, что по опросам руководителей компаний, проводимым РСПП, дефицит квалифицированной рабочей силы был в 2008 г. (как и в 2007 г.) основным фактором, сдерживающим рост производства в промышленности (его отметили около 40% опрошенных руководителей компаний).

рабочей силы» (особенно квалифицированного персонала) и соответственно к быстрому повышению заработной платы.

Такая ситуация создавала одновременно несколько узлов напряженности, существенно снижая конкурентоспособность российской экономики и усиливая зависимость уровня заработной платы от притока «нефтяных доходов».

Во-первых, прирост заработной платы – причем параллельно с не менее быстрым ростом инвестиций в основной капитал – был возможен только на основе масштабного притока в экономику доходов чисто конъюнктурного характера.

Во-вторых, конкурентоспособность российских товаров (прежде всего, продукции обрабатывающей промышленности) ослаблялась по отношению к импортным аналогам стратегических конкурентов. В начале 2008 г. российская экономика по уровню оплаты труда (в долларах) превзошла экономики основных стран-конкурентов – Бразилии, Китая и Индии, приблизившись к показателям восточно-европейских стран – новых членов ЕС (рис. 1).

Среднемесячная номинальная  
заработная плата наемных  
работников в 2006 г., долл.

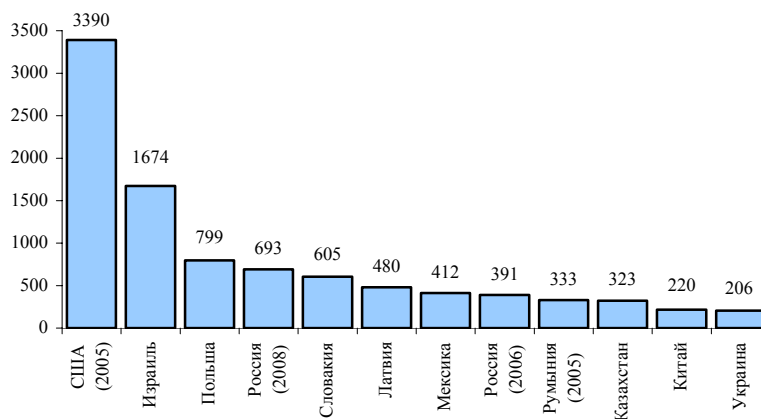


Рис. 1. Уровень оплаты труда в отдельных странах мира (долл. США)

В-третьих, рост заработной платы (и соответственно доходов населения) в свою очередь стимулировал разогрев рынка потребительских кредитов. Расширение этих рынков, происходившее в «двойном перегреве»: и рынка труда, и собственно потребления населения, стало важнейшим фактором экономического роста вплоть до начала кризиса. Наоборот, синхронное прекращение сверхбыстрого повышения заработной платы (из-за финансового кризиса предприятий) и замедление роста потребительского кредитования из-за усиления рисков невозвратов стали основным фактором торможения экономического роста в конце года.

**Потеря конкурентоспособности российских товаров.** Быстрый экономический рост, базировавшийся на притоке внешнеэкономических доходов, маскировал потерю позиций российских компаний на внутренних и внешних рынках. Это проявлялось в опережающем росте импорта по отношению к расширению основных рынков (и потребительского, и инвестиционного) (рис. 2). При этом рост общего объема внутренних рынков был настолько интенсивным, что на фоне стремительного расширения конкурирующего импорта оставалось пространство и для наращивания внутреннего производства.

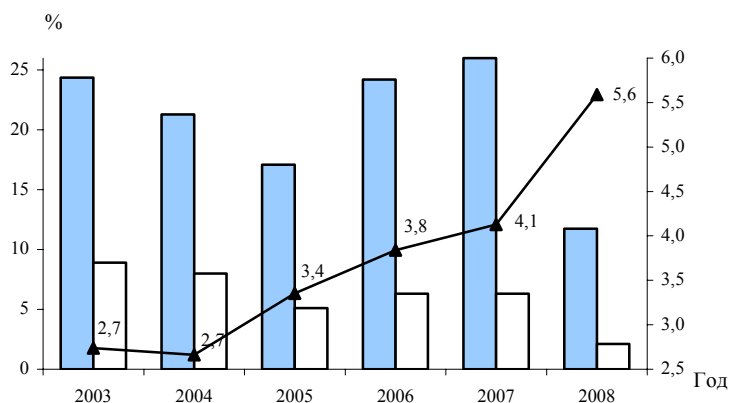


Рис. 2. Соотношение динамики импорта и выпуска промышленной продукции:  
 ■ темп прироста импорта (по оценке МЭР); □ темп прироста промышленной продукции; —▲— соотношение (правая шкала)

**О динамике инвестиционного импорта.** До середины 2008 г. наблюдался стремительный, «взрывной» рост инвестиционного импорта. По оценке, за 2006 г. он увеличился на 46,4%, за 2007 г. – на 46,9%, в первое полугодие 2008 г. – 36,3% (по отношению к первому полугодью 2007 г.).

Такая динамика инвестиционного импорта отчасти сформировалась вследствие решений государства об обнулении таможенных пошлин на широкий круг импортируемого оборудования. Это решение должно было стимулировать максимально быстрое обновление производственного аппарата российских компаний, причем на современной технологической базе. Кроме того, оно стимулировало развертывание в России инвестиционных проектов, организуемых иностранными компаниями (включая проекты по промышленной сборке автомобилей и др.).

Проблема, однако, состояла в том, что стремительный рост импорта технологических решений, воплощенных в готовых изделиях (что, по меньшей мере, снимает соответствующие технологические риски), нанесло ущерб сфере разработки и производства российской высокотехнологической продукции. Это связано, в частности, с диспаратом технологических рисков при закупке отработанной в производстве и эксплуатации импортной продукции и при вложениях в производство российской (в лучшем случае – не имеющей положительной истории эксплуатации, а в худшем – не завершенной проектированием). Другие факторы, например, слабость инвестиционного кредитования, отсутствие адекватной системы поддержки поставленной продукции в течение ее жизненного цикла также снижают конкурентоспособность российской продукции.

Таким образом, помимо очевидных выгод, наблюдался и определенный урон – российский высокотехнологичный сектор лишь в ограниченной степени смог воспользоваться мощным притоком в экономику доходов, обусловленных внешнеэкономической конъюнктурой. Разомкнулся цикл: *прикладные научные исследования (финансируются государством и частично иностранными заказчиками) – ОКР – производство машин и оборудования – инвестиционный спрос со стороны модернизирующихся отраслей экономики.*

**О последствиях укрепления рубля.** В результате роста активного торгового баланса и притока капитала сложилось устойчивое превышение спроса на валюту над ее предложением. Это создало возможность проведения монетарными властями политики «сильного рубля», направленной на сдерживание инфляции.

Следствием такой политики стало повышение реального курса рубля на 30% по отношению к валютам стран – торговых партнеров России за 2005-2008 гг.

К началу 2007 г. был исчерпан эффект девальвации 1998 г.: достигнут преддевальвационный уровень реального курса национальной валюты. В 2008 г. соотношение обменного курса и паритета покупательной способности рубля достигло исторического минимума (рис. 3). Это способствовало снижению ценовой конкурентоспособности экономики, росту относительной стоимости факторов производства. Последнее в свою очередь стало одной из значимых причин слабости российской экономики в условиях кризиса.

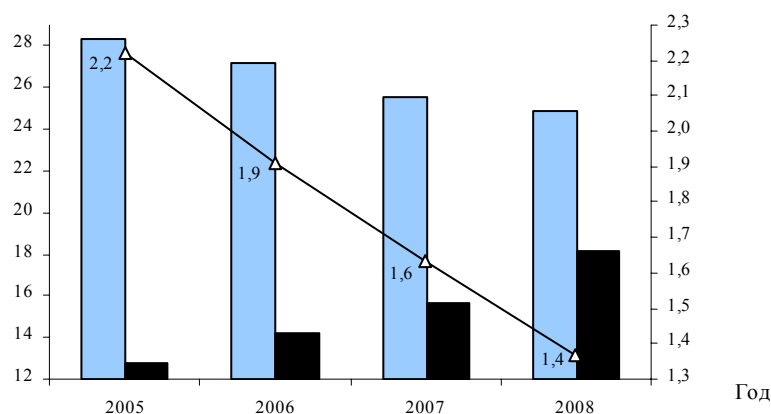


Рис. 3. Динамика обменного курса рубля и паритета покупательной способности:

■ курс; ■ паритет; –Δ– соотношение (правая шкала)

**Перегрев жилищного рынка в крупных городах.** Если говорить об общем перегреве в инвестиционной сфере, то для подобного утверждения оснований недостаточно, но по отношению к перегреву в сфере жилищного строительства – по крайней мере в мегаполисах – такие основания есть. Действительно, в последние годы на рынке наблюдались классические признаки перегрева: сочетание быстрого роста объемов подрядных строительных работ и вводов жилья (с 44 кв. м в 2005 г. до 64 кв. м в 2008 г., что соответствует уровню конца 1980-х годов) с опережающим повышением цен на жилье. В 2008 г. в Москве ввод жилья оценивался в 30%. В принципе, это сочетание – сверхбыстрый рост рынка в совокупности с ускоренным ростом цен – само по себе является признаком перегрева рынка.

С точки зрения социального эффекта на рынке жилья сложилась парадоксальная ситуация.

С одной стороны, наблюдался быстрый рост вводов жилья, с другой – его социальный эффект (рост ценовой доступности жилья, сокращение продолжительности ожидания социального жилья и др.) был минимальным, если не отрицательным. Во всяком случае, уровень ценовой доступности жилья заметно снизился – что стало результатом опережающего роста цен на жилье по сравнению с доходами населения. Так, если в 2003-2005 гг. в Москве занятому требовалось в среднем работать четыре месяца, чтобы приобрести 1 кв. м жилья (на первичном рынке), то в 2008 г. на это требовалось уже пять месяцев.

Особенностью ситуации на рынке недвижимости в последние три года стало формирование – классического для ситуации перегрева – цикла роста стоимости недвижимости: *рост спроса – рост цен – усиление инфляционных ожиданий –*

возникновение инвестиционного компонента спроса на недвижимость<sup>2</sup> – дальнейший разогрев спроса<sup>3</sup> и рост цен. По экспертным оценкам, уровень доходности в операциях с жильем (в жилищном строительстве и торговле недвижимостью) к середине 2008 г. достигал 50-100%.

Интенсивный рост цен на недвижимость в последние годы имел ряд важных результатов.

Во-первых, перегрев спроса вызвал соответственно ускоренный рост цен на стройматериалы: цемент (особенно с учетом региональной монополизации рынков) и металлоконструкции. Избыточная загрузка мощностей не позволила в последние годы провести модернизацию соответствующих производств, направленную на повышение эффективности (прежде всего энергоэффективности – что особенно актуально для цементной промышленности). Очевидно, модернизировать производства придется уже теперь – в условиях дефицита как собственных, так и заемных финансовых ресурсов.

Во-вторых, рост вводов жилья происходил на базе «старых» инфраструктурных сетей, что существенно повышало нагрузки на них и в дальнейшем потребовало значительных вложений в модернизацию инфраструктурных сетей.

В-третьих, «настройка» всего рынка жилья на высокие цены и уровень доходности бизнеса практически устранила возможность формирования рынка массового жилья, ориентированного, в частности, на обеспечение массовых миграций, связанных с перемещением населения из депрессивных в развивающиеся регионы страны.

**Деформация модели сбережения и кредитования.** Особенностью ситуации, сложившейся в последние годы, стал «странный» разрыв между формированием национальных сбережений и инвестициями. С одной стороны, приток «нефтедолларов» потребовал создания системы резервных фондов федерального бюджета, в которых накапливалась природная и ценовая рента, которая фактически выводилась из российского хозяйственного оборота (по оценке, из каждого доллара повышения цен на баррель нефти государство изымало 86 центов).

В результате «перевод» ликвидности на счета федерального бюджета, обеспечивший стерилизацию денежного предложения, привел к дефициту ликвидности на внутрироссийском рынке. Учитывая интенсивный рост спроса на деньги со стороны быстрорастущих российских компаний и населения, такая ситуация закономерно вела к снижению уровня ликвидности российской банковской системы. Выход из этой ситуации банки и крупные российские компании нашли в расширении заимствований на мировых рынках (другая основа стабильности российской финансовой системы – интенсивный приток капитала на российские финансовые рынки).

Таким образом, объем резервных фондов федерального бюджета к концу 2008 г. составил 225 млрд. долл. – примерно столько же, сколько внешний долг российских компаний (255,3 млрд. долл.). Это означает, что баланс сбережения и кредитования в России был нарушен: долгосрочные сбережения были ресурсами внешних (американских и европейских) экономик, а кредитные ресурсы российские крупные компании занимали на внешних рынках. Эта модель была самообуславливающейся: важнейшей причиной, по которой российские компании оказались вынужденными обращаться к внешним источникам кредитования, стал именно дефицит внутренних долгосрочных финансовых ресурсов у банков. Соответственно высокие риски изъятия этих ресурсов (реально – сбережений населения) привели к повышению процентных ставок и «выталкиванию» российских компаний на внешние финансовые рынки.

---

<sup>2</sup> По оценкам, не менее 10-15% жилья в крупных городах приобреталось с инвестиционными целями, связанными с ожиданием его дальнейшего удорожания.

<sup>3</sup> Отметим, что удорожание недвижимости обусловило приход на рынок жилищного и офисного строительства и иностранных инвесторов – что дополнительно «разогрело» спрос.

**Ограниченность социального эффекта роста.** В последние годы – и 2008 г. не стал исключением – наблюдался достаточно неоднозначный эффект: рост реальных располагаемых доходов населения (в том числе оплаты труда в бюджетном секторе, реальных пенсий) лишь в очень ограниченной степени сопровождался снижением социальной дифференциации.

На фоне роста реальных располагаемых доходов населения сохранился высокий уровень дифференциации населения по доходам (коэффициент фондов – 16,9 в 2008 г.). Это означает, что эффект расширения доходов населения даже в условиях интенсивного экономического роста не распространился на ряд многочисленных социальных групп. Такой результат, в частности, обусловлен сложившейся моделью инфляции, характеризующейся ускоренным удорожанием товаров и услуг, потребляемых малообеспеченной частью населения (продуктов питания, медикаментов, услуг ЖКХ и транспорта). За последние два года рост цен на них составил по 118%, что намного выше общего уровня инфляции.

**Высокий уровень открытости по отношению к трансграничным потокам капитала.** К середине 2008 г. окончательно сформировалась модель «двойной интеграции» российской экономики в глобальную. С одной стороны, нарастал приток иностранных инвестиций в российские нефинансовые предприятия (около 70 млрд. долл. в 2008 г.), в том числе в рамках развития совместных и сборочных производств в автопромышленности, производстве бытовой техники и других (что обеспечивало российским производителям выход на развитые рынки обрабатывающей продукции, приток технологий и др.). С другой – он сопровождался не менее активным вывозом капитала, включая приобретение российскими компаниями месторождений полезных ископаемых, сбытовых сетей и др. (около 50 млрд. долл. в 2008 г.).

Понятно, что такой баланс, связанный с различными мотивациями разных групп субъектов экономики, не мог не быть достаточно напряженным. Прекращение притока капитала в условиях кризиса, сохранение и даже усиление его оттока сформировали один из наиболее острых проблемных узлов российской экономики.

В целом, главная особенность развития российской экономики *в предкризисные годы* – ее адаптация к условиям значительного притока ресурсных доходов и наличию избыточной (соответственно дешевой) ликвидности на мировых финансовых рынках. Эта адаптация выразилась в поведении всех основных субъектов экономики:

- компаний реального сектора – одновременно интенсивно повышавших заработную плату и инвестиции населения, быстро наращивающих заимствования на мировых финансовых рынках в ожидании дальнейшего ускоренного роста доходов и активно обменивавшихся активами с зарубежными партнерами, встраиваясь в глобальные цепочки создания добавленной стоимости;
- финансовых институтов – увеличивавших кредитование высокорискованных видов деятельности и активно заимствовавших ресурсы на мировых финансовых рынках;
- населения – наращивавшего объем задолженности по потребительским и ипотечным кредитам в ожидании дальнейшего быстрого роста доходов;
- федерального бюджета – обеспечивавшего стерилизацию избыточной денежной ликвидности и одновременно повышавших уровень расходов социального характера.

Эти условия предопределили и особенности российской экономической политики последних лет, направленной одновременно и на повышение финансовой устойчивости (понимаемой как накопление резервов различного характера), и на решение социальных задач. В 2007-2008 гг. к ним добавилось решение новых задач, связанных с активной модернизацией экономики, в том числе посредством создания и капитализации институтов развития, стимулирования притока иностранных инвестиций и транснационализации российских компаний.

Сейчас, в условиях резкого сокращения притока внешних ресурсов развития (сырьевой ренты, инвестиций), которые можно было бы перераспределить от сырьевого сектора в обрабатывающую промышленность, науку и сектор высоких технологий, в развитие человеческого капитала, необходимо искать новые пути модернизации и повышения эффективности российской экономики, в том числе связанные с кризисной расчисткой неэффективных и устаревших производств и поиска инновационных решений для сохранения и укрепления позиций на рынках.

### **О развитии кризиса**

**Фазы кризиса.** Развитие экономического кризиса в 2008-2009 гг. последовательно реализовало потенциал узлов противоречий, которые накопились в российской экономике в предшествующий период. При этом уже в 2008 г. кризис прошел три стадии, существенно различающиеся по механизмам развития: «выход из перегрева» (май-август 2008 г.), «проекция внешнего шока» (сентябрь-октябрь 2008 г.) и «кризис внутренней экономической политики» (с ноября 2008 г.).

На первой стадии основным фактором, втягивавшим российскую экономику в кризис, стала реализация его собственного кризисного потенциала.

С мая 2008 г. наметилась стабилизация (с исключенной сезонностью) динамики инвестиций в основной капитал. Основной зоной кризиса стали инвестиции в жилищное строительство в крупных городах (Москва, С.-Петербург), где в предшествующий период наблюдался явный перегрев.

Несколько позже – в июле-августе – наметилась стабилизация (или даже снижение в ряде отраслей объемов промышленного производства.

В августе, на волне раскручивающегося мирового кризиса и негативного внешнеполитического фона произошел массовый отток иностранных капиталов с российских финансовых рынков. Одним из немедленных результатов стало схлопывание «пузыря» на российских фондовых рынках. Индекс ММВБ снизился с 1700 п. в июле до 500 п. в октябре. Тем самым был закончен период интенсивного привлечения на российский финансовый рынок средств внешних финансовых инвесторов – Россия так и не стала для спекулятивных капиталов «тихой гаванью».

На второй стадии основным импульсом развертывания кризиса стала кризисная адаптация российской экономики к быстрому ухудшению внешнеэкономической конъюнктуры. Эта адаптация имела два вектора – финансовый (в кредитно-денежной и частично бюджетной сфере) и производственный.

Отток капитала из России (сентябрь-октябрь, суммарно – 84,3 млрд. долл.), ставший прямым следствием глобальных процессов, быстро привел к усилению давления на платежный баланс и на устойчивость банковской системы. Причем предпринятые меры по стабилизации банковской системы (в том числе выдача беззалоговых кредитов Банка России в объеме 1770 млрд. руб.) привели, главным образом, к росту давления на валютный рынок. Так, в течение сентября-декабря 2008 г. объемы средств, выделяемые на поддержку банковской системы, и вывоз капитала, практически были равны. Соответственно спрос на валюту возрос в той же мере, что и объем кредитной поддержки банков.

Такая ситуация привела к двум результатам.

Во-первых, рост спроса на валюту, связанный как с чисто спекулятивным мотивом, так и со стремлением защититься от девальвационных рисков сделал эти риски само-реализующимися. Обменный курс возрос с 23,44 руб. за доллар в конце июля до 26,54 в конце октября и далее сохранял устойчивую тенденцию к росту (рис. 4).

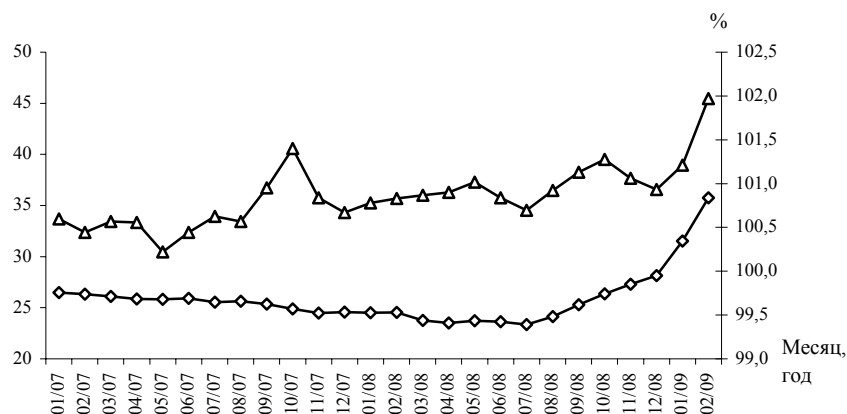


Рис. 4. Динамика обменного курса рубля (—◇—) и уровень монетарной инфляции (—△—) (правая шкала)

Во-вторых, «накачивание» валюты банковских балансов привело к диспаритету активов и обязательств: рублевым активам (включая кредиты предприятиям) противостояли валютные пассивы банков. Такая ситуация вела к дальнейшему свертыванию кредитной активности банков и провоцировала рост неплатежей как между компаниями, так и по отношению к самим банкам: объем просроченной задолженности по кредитам возрос с 115 млрд. руб. в конце августа до 173 млрд. руб. в конце октября. В конце декабря 2008 г. он составил 261 млрд. руб., а к концу февраля 2009 г. — почти 400 млрд. руб.

Одновременно стал разворачиваться — теперь уже полноценный — кризис в реальном секторе экономики. Сжатие рынков сырьевых товаров и снижение цен на сырье быстро привели к кризису в экспортно-ориентированных отраслях.

Вторую волну кризиса в производственном секторе породили инвестиции в основной капитал. Их объем стал быстро сокращаться, что наглядно иллюстрируют данные о росте инвестиций. В августе 2008 г. соответствующий темп роста составил 110,6%, а в октябре он снизился до 105,3% (к соответствующему периоду прошлого года).

В результате, наметился значительный спад в группе инвестиционно-ориентированных отраслей: металлургии (на которую пришелся двойной удар, связанный и с падением доходов от внешнеэкономической деятельности, и со сжатием инвестиционного спроса)<sup>4</sup>, производстве строительных материалов<sup>5</sup>, в производстве инвестиционного оборудования.

Ключевым фактором, поддержавшим экономическую динамику в этот период стал рост потребления населения. Расширению оборота розничной торговли способствовало, повышение, с одной стороны, доходов населения, с другой — нормы потребления. Подобная ситуация типична для ранней фазы экономического кризиса, однако неизбежно сменится снижением динамики потребления в (практически неминуемой) ситуации падения физических объемов потребления населения.

Наконец, третья стадия кризиса началась в ноябре 2008 г. Основная характеристика этого периода — активное воздействие на характер кризиса мер монетарной политики.

Эта политика была в высшей степени своеобразной. С одной стороны, государство стремилось ограничить девальвационный потенциал российской экономики. Важней-

<sup>4</sup> Не случайно именно металлургия стала одним из важнейших очагов развития кризисных процессов — в отрасли отмечен и значительный вывод мощностей (впрочем, сокращение доменно-мартеновского цикла в металлургии, скорее, выигрыш с точки зрения качества по производимой продукции), и сокращение занятых.  
<sup>5</sup> По действующей классификации — «прочих неметаллических продуктов»



шим инструментом этого стал переход к политике «дорогих денег»: ставка рефинансирования Банка России последовательно повышалась – с минимального уровня в 10% с начала 2008 г. до 13% с 1 декабря 2008 г. Прямым результатом этого (с учетом роста рисков кредитования) стало резкое снижение кредитной активности российских банков, особенно в краткосрочном кредитовании. Объем краткосрочных (до трех месяцев) банковских кредитов уменьшился в реальном выражении в декабре по сравнению с 2007 г. на 12%. Это в свою очередь существенно ухудшило условия финансирования оборотного капитала компаний.

Одновременно – и это было достаточно рискованно – проводилась политика плавной девальвации рубля. По отношению к бивалютной корзине в октябре 2008 г. курс ослаб на 0,4%, в ноябре – на 2,9%, в декабре – на 10,2%, в январе 2009 г. – на 13,0%. Затягивание процесса коррекции обменного курса вело к последовательному усилению девальвационных ожиданий и соответственно – оттока капитала из страны.

Следствием сочетания ряда негативных факторов, прежде всего, кризиса доходов компаний, вызванного снижением как мировых цен на сырье, так и внутреннего инвестиционного спроса, и одновременно ухудшения условий кредитования, стало быстрое нарастание проблем в финансировании оборотных средств компаний. Результатом действия этих факторов явились ухудшение финансового положения компаний и, главное, общее снижение их доверия друг к другу.

Кризис с оборотными средствами предприятий вызвал новую волну спада производства (ноябрь 2008 г.), имевшую практически фронтальный характер. Этот спад охватил даже те производства, где сохранялся довольно интенсивный рост спроса, главным образом потребительского (наглядный пример – группа производств продуктов питания).

Среди других элементов, обозначивших процесс развития российской экономики в конце 2008 г., можно выделить следующие.

- кризис региональных бюджетов, связанный с размыванием их доходной базы;
- начало заметной экономии компаний на заработной плате, а также высвобождение занятых в ряде компаний. Пока потери населения от кризиса относительно ограничены. Главным их проявлением (не считая «очагового» снижения заработной платы в отдельных компаниях – случаев ярких, но относительно малораспространенных) стало массовое отсутствие выплат бонусов и премий по итогам года.

Высвобождение занятых (за IV кв. 2008 г. прирост безработицы по методологии МОТ составил 1,1 млн. чел.: с 6,2% экономически активного населения до 7,7%)<sup>6</sup> имеет, скорее, также очаговый характер. В основном, в большом объеме оно коснулось пока «старопромышленных» регионов, прежде всего – металлургических, а также офисных служащих в крупных городах<sup>7</sup>.

Высвобождение работников сдерживается, в частности, политикой как самих компаний, стремящихся сохранить ядро носителей компетенций, соответствующих требованиям производства, так и позицией руководителей субъектов Российской Федерации, нагрузка которых по поддержанию социальной стабильности в своих регионах должна будет увеличиться.

*Сохранение высокой потребительской активности населения.* Потребительские расходы, динамика которых снижалась относительно медленно, были едва ли не основным «якорем», сдерживавшим спад производства, особенно в потребительно ориентированных отраслях.

<sup>6</sup> Начало 2009 г. ознаменовалось, по оперативной информации, заметным ускорением высвобождения занятых.

<sup>7</sup> Ряд сообщений о сокращениях в компаниях реально означает сокращение списочного состава в результате организационно-штатных мероприятий, в том числе – уменьшение числа вакантных рабочих мест (как того и требует законодательство – компании не вправе увольнять сотрудников, пока в них есть незанятые вакансии).

В данной сфере развивались *два противоположных процесса*. С одной стороны, начался кризис розничного кредитования (сопровожаемый наращиванием неплатежей со стороны населения: просроченная задолженность по кредитам населению на 1 января 2008 г. составила 100 млрд. руб., на 1 января 2009 г. – 159 млрд. руб., на 1 марта 2009 г. – 188 млрд. руб.). С другой – в условиях снижения доверия населения к банковской системе и высоких инфляционных ожиданий повысилась склонность к потреблению, что отчасти поддерживало динамику оборота розничной торговли (для сравнения: IV кв. 2007 г. к соответствующему кварталу предшествующего года – 16,7%, 2008 г. – 8,2%).

Хотя динамика потребительского спроса несколько уменьшилась, но по итогам года в целом осталась положительной<sup>8</sup>.

*Высокий уровень девальвационных ожиданий.* Результатом ожидания девальвации на рубеже 2008-2009 гг. стала «валютная паника», вызвавшая интенсивнейшее ускорение покупок валюты всеми субъектами экономики – населением, банками (величина открытой валютной позиции по балансовым операциям банков на начало 2009 г. достигла 36,7 млрд. долл. по сравнению с 1,2 млрд. долл. на начало 2008 г.), компаниями нефинансового сектора.

*Сохранение высокого инфляционного фона.* Интенсивный рост обменного курса привел к сохранению высокого уровня инфляции – причем, на фоне относительно низкой динамики как денежного предложения, так и налично-денежной массы. Уровень инфляции в ноябре составил 0,8%, в декабре – 0,7% – т. е. почти столько же, сколько и в период инфляционного кризиса 2007 г. (соответственно 1,2 и 1,1%). В отличие от 2007 г. эта инфляция в основном определялась ее монетарным компонентом. В условиях кризисного сжатия денежного предложения главную роль сыграла девальвация рубля, которая имела как непосредственный инфляционный эффект (удорожание импортных товаров плюс рост цен на соответствующую отечественную продукцию в рамках эффекта «инфляционного лидерства», (см. рис. 5), так и – что более важно – опосредованное, связанное с повышением скорости денежного обращения. Таким образом, даже меньший масштаб роста денежной массы может иметь в таких условиях значительный инфляционный эффект.

*Об особенностях кризисов 1998 г. и 2008-2009 гг.* Из общности внешних проявлений (в первую очередь оттока капитала, сочетания кризисов бюджета и платежного баланса) делается вывод о совпадении собственно их механизмов и о механизмах их «лечения».

Представляется, однако, что два этих кризиса по движущим силам, развитию, имеют между собой мало общего.

*Первопричина кризиса.* Кризис 1998 г. был, по большому счету, кризисом «экономики неплатежей». По оценкам, доля монетизированного производственного оборота в августе 1998 г. составляла не выше 25% (по данным Российского экономического барометра около 50% – бартер, около 25% – неплатежи). «Экономика неплатежей» закономерно вела к стагнации (с мая 1998 г. – новой волне спада) производства и размыванию доходной базы бюджета.

Девальвация рубля и дефолт по государственным обязательствам «разрубили гордиев узел».

*Резервы развития.* В 1998 г. существовал ряд системных ресурсов развития, позволивших реальному сектору российской экономики быстро адаптироваться к новой макроэкономической ситуации. К ним относились: значительные (в отдельных отраслях до 25-50%) резервы неиспользуемых производственных мощностей и

<sup>8</sup> Отметим и то обстоятельство, что динамика заработной платы снижалась достаточно медленно – предприятия адаптировались к кризису, прежде всего, за счет коррекции инвестиционных программ.

рабочей силы; низкий уровень оплаты труда (особенно фактически выплачиваемой ее части), делавший Россию страной с относительно дешевой рабочей силой; значительный объем конкурирующего импорта потребительских товаров нижней ценовой группы, легко вытесняемых внутренним производством; возникшая в результате девальвации рубля значительная ценовая рента в экспортных отраслях, впоследствии распределенная между экспортными производствами и государством путем введения экспортной пошлины и модернизации системы платежей за природные ресурсы; низкий уровень монетизации экономики, что обеспечило относительно низкий инфляционный показатель расширения денежной массы.

Сегодня такие ресурсы практически отсутствуют.

Уровень загрузки конкурентоспособной части мощностей в отдельных (сырьевых) отраслях достиг 90-95% – т.е. для нормализации их загрузки целесообразно даже снижение уровня производства; рынок труда вплоть до середины прошлого года был перегрет – оплата труда росла быстрее его производительности вплоть до уровня, близкого к показателям восточноевропейских стран.

Соответственно девальвация рубля ведет не столько к новой волне экономического оживления, сколько к скачку инфляции. Инфляционный шок в свою очередь ведет к сжатию реального инфляционного и потребительского спроса, снижению определенности перспектив развития для всех хозяйствующих субъектов – что способно привести к длительной экономической стагнации.

Таким образом, наиболее уязвимыми звеньями российской экономики оказались именно те, с развитием которых связывались наибольшие надежды на повышение устойчивости и качества экономического роста: банковская система и финансовые рынки, оказавшиеся под ударом из-за оттока ликвидности с российского рынка; быстро развивающийся строительный комплекс в крупных городах<sup>9</sup>; обрабатывающие (прежде всего инвестиционно-ориентированные) производства; бюджетная система<sup>10</sup>, переходящая к дефициту на фоне сокращения ряда видов расходов.

**Начало 2009 г.: достигли дна кризиса?** Рубеж 2008-2009 гг. неожиданно ознаменовался несколькими положительными сдвигами. Разумеется, говорить о том, что достигнуто – в какой-то степени – «дно» кризиса, сейчас преждевременно. Однако ряд позитивных изменений, кажется, налицо.

Во-первых, наметилась стабилизация уровня промышленного производства. В феврале-марте 2009 г. выпуск промышленной продукции увеличивался на 2,4% в месяц (сезонный и календарный факторы устранены, рис. 5). С этим соотносятся и результаты опросов промышленных компаний, проводимых Институтом экономических проблем переходного периода. Весь первый квартал наблюдались признаки стабилизации – правда, на очень низком уровне – оценок компаниями основных показателей экономической конъюнктуры (спроса, запасов и др.). По имеющейся информации, основой стабилизации ситуации в сфере производства стало возобновление краткосрочного кредитования, возможно, неустойчивое, что означает существенный риск новой волны спада производства во II кв. 2009 г.

<sup>9</sup> Результатом перегрева жилищного рынка (и всех компонентов, обеспечивающих его развитие, включая строительство и производство строительных материалов) стало отсутствие рынка массового дешевого жилья. Сегодня, в условиях экономического кризиса, это превратилось в один из важнейших факторов, препятствующих повышению территориальной мобильности населения и способствует возникновению зон острого социального неблагополучия в отдельных регионах России.

<sup>10</sup> Исчерпание «нефтяных» доходов существенно осложнило проведение активной бюджетной политики, стимулирующей экономический рост – поскольку бюджетные доходы в новой ситуации будут сокращаться, в то время как мандаты по социальным расходам практически не поддаются сокращению (более того, существует объективная необходимость их индексации по уровню инфляции и т.д.). Соответственно в рамках антикризисного бюджета на 2009 г. произошло существенное перераспределение бюджетных расходов – ряд программ был отложен, финансирование отдельных ФЦП сокращено на 15-30%. В то же время выделены значительные ресурсы на проведение антикризисных мероприятий в экономике и социальной сфере.

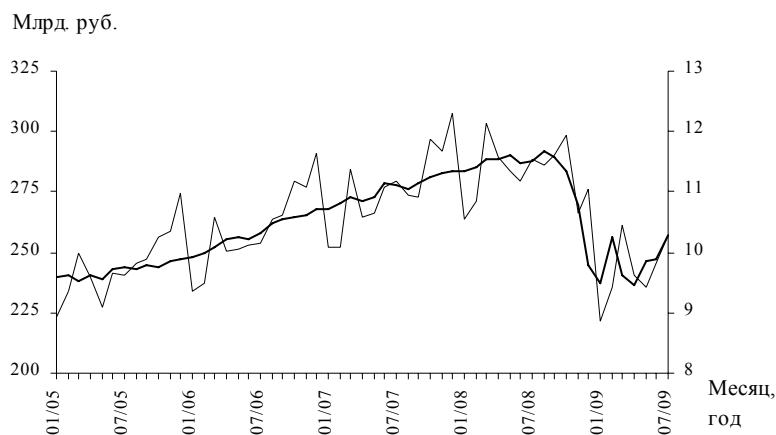


Рис. 5. Динамика промышленного производства (в ценах 2003 г.):  
— факт; — с исключенной сезонностью (правая шкала)

Во-вторых, кажется, удалось ограничить (и по времени – февралем и началом марта, и по масштабу) инфляционный эффект девальвации рубля в конце 2008 – начале 2009 гг. В январе уровень инфляции на потребительском рынке еще почти всецело определялся (как всегда) повышением регулируемых тарифов на услуги ЖКХ и транспорта. В марте, судя по оперативной информации, уровень инфляции снизился, вернувшись на уровень 2008 г. Такой результат естественен в ситуации «двойного дефляционного шока» – и со стороны стабилизации курса рубля, и со стороны сжатия денежного предложения.

В-третьих, удалось обеспечить, наконец, перелом в динамике обменного курса. Установление предела ослабления рубля к бивалютной корзине оказалось само по себе достаточно сильным сигналом – само заявление Банка России об окончании периода коррекции рубля серьезно снизило уровень девальвационных ожиданий.

Достигнув верхней границы технического коридора, рубль некоторое время задержался на ней, а затем стал даже укрепляться. Замедление произошло без заметной растраты золотовалютных резервов. Вопреки ожиданиям обязательства Банка России, связанные со стабилизацией рубля, вызовут активизацию спекулятивных атак на рубль, уровень золотовалютных резервов практически перестал снижаться: если за ноябрь 2008 г. он снизился на 28,9 млрд. долл., за декабрь 2008 г. – на 28,7 млрд. долл., за январь 2009 г. – на 40,1 млрд. долл., то за февраль 2009 г. – всего на 2,8 млрд. долл. В марте и апреле 2009 г. были отмечены даже чистые покупки валюты Банком России<sup>11</sup>.

В-четвертых, начала восстанавливаться сберегательная активность населения. После существенного падения сбережений в конце 2008 г. в январе-феврале 2009 г. прирост сбережений населения составлял по 3-3,5% в месяц. Это создает ресурсную базу и для устойчивости банковской системы и для в принципе, еще возможного – расширения кредитования предприятий реального сектора. В то же время возникло несколько новых факторов, свидетельствующих о новом формате кризиса. Прежде всего, речь идет о его распространении на население. Если в 2008 г. кризис сказывался на безработице, оплате труда и соответственно доходах населения в достаточно ограниченных масштабах, то начиная с декабря 2008 – января 2009 гг. проявилась тенденция к росту числа безработных.

<sup>11</sup> Объем рублевых интервенций Банка России на валютном рынке в марте 2009 г. составил эквивалент 3,8 млрд. долл., за первую половину апреля 2009 г. по оценке – 5-6 млрд. долл.

**Развитие экономики: 2009-2010 гг. Решения.** Развитие экономики в 2009 г. происходило в поле реализации двух ключевых решений.

Во-первых (как уже говорилось) речь идет о введении верхнего предела колебаний обменного курса. Следует отметить, что это решение реально принято рынком. Это нашло свое отражение в уровне валютных фьючерсов на середину года. С начала марта 2009 г. (в расчете по бивалютной корзине) их стали заключать по курсам ниже уровня верхней границы технического коридора, причем еще в феврале фьючерсные контракты на июнь заключались, исходя из стоимости бивалютной корзины 44 руб. (на сентябрь – 46 руб.).

Во-вторых – о переходе к политике «дорогих денег». Средний уровень ставок привлечения ресурсов кредитными организациями в Банке России повысился с 7,6% в сентябре 2008 г. до 16% в феврале 2009 г. Одновременно стал снижаться объем кредитных ресурсов, размещаемых Банком России на аукционах (естественно, в противофазе с динамикой ставки, что отражает снижение доступности кредитных ресурсов).

Эта мера предпринималась отчасти для снижения давления на валютный рынок (мера, в целом, используемая в мировой практике – хотя и приводящая к тяжелым последствиям с точки зрения экономического роста<sup>12</sup>) и одновременно, для сдерживания инфляции. Пожалуй, единственным позитивным результатом сложившейся ситуации может стать очень сильный антиинфляционный эффект.

Действительно наблюдается снижение динамики денежного предложения как по каналам покупки валюты в золотовалютные резервы, так и связанного с кредитованием коммерческих банков Банком России. Такое снижение сопровождается сжатием денежной массы. Новая ситуация зафиксирована уже в январе 2009 г., когда на фоне стабилизации (на уровне порядка 400 млрд. долл.) золотовалютных резервов резко упал, и затем стабилизировался уровень денежной базы.

В сочетании со стабилизацией обменного курса рубля это оказывает, видимо, достаточно сильный антиинфляционный эффект. Несмотря на высокую инфляцию в I кв. 2009 г. (105,4% по сравнению с 104,8% в 2008 г.) можно ожидать, что монетарная инфляция снизится настолько ощутимо, что итоговый уровень инфляции в 2009 г. составит примерно 109% – меньше, чем в 2008 г.

Вместе с тем принятые решения ведут к возникновению ряда рисков, которые могут в перспективе привести к замедлению выхода российской экономики из рецессии.

**Стратегический выбор.** Важнейший вопрос, определяющий будущий ход экономического развития: произойдет или нет «зацикливание» экономического кризиса, переход к его «самовоспроизводству» – если развитие кризисных процессов в данный период автоматически ведет к их дальнейшему расширению. Такое «зацикливание» возможно в рамках нескольких механизмов. Причем эти механизмы усиливают взаимное действие, что создает риск возникновения нового витка экономического кризиса и его перехода в затяжную форму. В то же время решение этих проблем (наряду с другими направлениями действий) способно привести к достаточно быстрому завершению кризиса и переходу к новому периоду экономического роста уже в 2010 г.

К числу потенциальных зон воспроизводства кризиса можно отнести следующие.

**Возобновление сжатия кредитования компаний реального сектора.** Высокий уровень процентных ставок, существенно превышающий уровень доходности бизнеса в условиях кризиса, отсекает от рынка банковских кредитов основную часть

<sup>12</sup> Интересно, что сочетание «высокая ставка плюс фиксированный курс», ведущее к возникновению дефляционного шока и усилению спада производства, практически никогда не применялось в крупных экономиках, имеющих сложную территориальную, воспроизводственную и институциональную (укладную) структуру.

компаний<sup>13</sup>. Отметим, что средневзвешенный уровень процентных ставок по краткосрочным кредитам предприятиям<sup>14</sup> с 2000 г. устойчиво превышает уровень инфляции в годовом измерении (январь 2009 г. соответственно 17,4 и 13,4%, рис. 6).

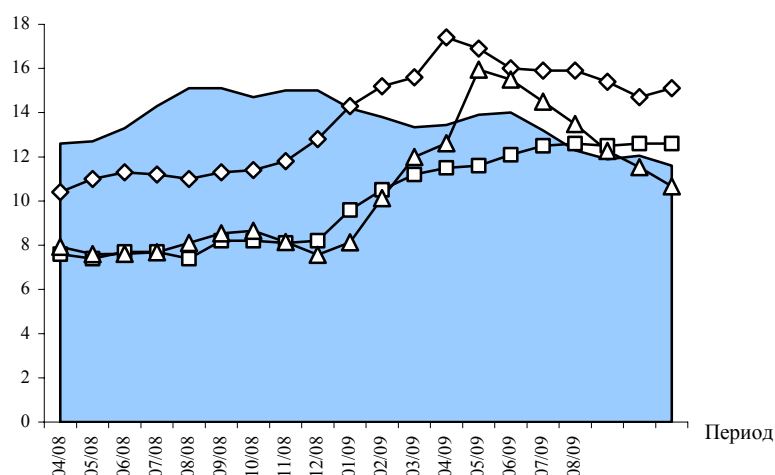


Рис. 6. Соотношение процентной ставки по банковским кредитам предприятиям и уровня инфляции:  
 ■ инфляция (ИПЦ, к соответствующему месяцу предшествующего года);  
 —◇— средневзвешенная ставка по краткосрочным (до года) рублевым кредитам предприятиям; —△— средневзвешенная ставка по депозитам физических лиц, без депозитов «до востребования»; —□— средневзвешенная ставка предоставления средств кредитным организациям со стороны ЦБ России

Как следствие в феврале 2009 г. впервые за последние несколько лет произошло снижение кредитов банков предприятиям<sup>15</sup> (с исключением эффекта роста объема кредитного портфеля за счет переоценки валютных кредитов).

Перечислим далее важнейшие макроэкономические факторы риска, связанные с данным режимом развития.

**Повышение рисков кредитования для банков.** Снижение доступности банковских кредитов (из-за роста рисков и повышения процентных ставок) ведет к ухудшению финансирования оборотных средств нефинансовых компаний и к возникновению дефицита этих средств. До сих пор развитие самого процесса сдерживалось вследствие интенсивной продажи валюты предприятиями и банками. Возможное исчерпание в дальнейшем действия этого фактора может привести к спектру негативных последствий с точки зрения и экономического роста, и финансовой устойчивости российских компаний. Это в свою очередь может вызвать дальнейший рост неплатежей по банковским кредитам. Если исходить из нормативно-правовой базы, то неминуемо дополнительное расширение резервных фондов банков. Соответственно сузится база для даль-

<sup>13</sup> За исключением, во-первых, компаний, работающих в сферах высокорискованных операций и извлекающих «рисковую премию», во-вторых, компаний, пользующихся государственной поддержкой в виде субсидирования процентных ставок и др.

<sup>14</sup> Высокий уровень ставок кредитного рынка – в большей мере «заслуга» не Банка России, проводящего политику «дорогих денег», а резко подскочивших рисков кредитования (в свою очередь обусловленных неопределенностью как перспектив конкретной компании, так и качества залогов, сложностью и занятостью процедур банкротства и др.). В такой ситуации немедленное снижение ставки Банком России приведет, скорее, к появлению на рынке «горячих денег» и усилению давления на рубль.

<sup>15</sup> Отметим, что в последние месяцы кредитование компаний реального сектора расширялось исключительно за счет банков с государственным участием.

нейшего расширения краткосрочного кредитования для пополнения оборотных средств компаний, что может привести к дальнейшему росту неплатежей.

Собственно, уже возникновение кризиса привело (с сентября-октября 2009 г.) к быстрому наращиванию просроченной задолженности предприятиями перед банками. В результате, за 2008 г. (в основном, за четвертый квартал) просроченная задолженность предприятий перед банками увеличилась почти в 4 раза. В 2009 г. проблема усугубилась: только за январь-февраль объем просроченной задолженности по кредитам предприятиям возрос на 56%<sup>16</sup>.

Дополнительным фактором развертывания кризиса кредитования стал кризис залогов. Одной из причин кризиса кредитования стал избыток плохих залогов, являющихся обеспечением по кредитам. Сегодня к числу активов, на которых может базироваться расширение кредитования предприятий, нельзя отнести ни пакеты ценных бумаг (из-за неопределенности их стоимости даже в краткосрочной перспективе), ни производственные запасы (из-за их низкой ликвидности), ни недвижимость, тем более, объекты незавершенного строительства<sup>17</sup>.

**Риск усиления экономического спада.** Снижение доступности кредитов для корпоративных заемщиков ведет к быстрому расширению сферы неденежных расчетов – неплатежей (дебиторской задолженности), бартерных расчетов, вексельного оборота. Так, только за январь 2009 г. объем эмитированных банками векселей возрос на 22%. Необходимо отметить, что ставки по привлечению средств с использованием вексельных инструментов в ряде случаев в 2-3 раза ниже, чем по кредитам предприятиям.

Однако в настоящее время, судя по данным опросов предприятий<sup>18</sup>, компании не готовы к принятию рисков, связанных с неплатежами и скорее снизят уровень отгрузок продукции в соответствии с ожидаемым уровнем рисков неплатежей. Таким образом, возникает риск дальнейшего усиления экономического спада.

**Стагфляционная ловушка.** Российская экономика в настоящее время оказалась в стагнационной ловушке, характеризующейся сочетанием стагнации или даже спадом производства и высокой инфляции. В 2009 г. спад ВВП, по нашим оценкам, составит около 8%, при этом ожидается достаточно высокий уровень инфляции, порядка 9%, обусловленный последствиями девальвации рубля и повышением цен (тарифов) естественных монополий.

Дополнительным фактором замедления роста может оказаться сжатие инвестиционного спроса. Причинами этого сжатия могут стать:

- рост стратегической неопределенности относительно перспектив развития рынков, соотношения рисков и доходности инвестирования, наличия и доходности альтернативных инвестиционных инструментов и др.;
- вынужденный переход к самофинансированию инвестиций компаний реального сектора (в условиях сжатия инвестиционного кредитования и притока прямых иностранных инвестиций), причем на фоне снижения рентабельности бизнеса и ухудшения ликвидности компаний.

<sup>16</sup> На начало марта доля просроченных кредитов в кредитном портфеле без учета Сбербанка составляла 4,2%, доля проблемных и безнадежных ссуд, по оценке, около 6%. При складывающейся динамике доля проблемных и безнадежных ссуд до конца года превысит 10-процентный уровень – критический с точки зрения устойчивости процесса кредитования.

<sup>17</sup> Данная проблема решается проще всего: в условиях стабилизации обменного курса (что, вообще говоря, стимулирует приток спекулятивных капиталов на российские рынки) и одновременно роста напряженности федерального бюджета вероятно расширение заимствований государства на финансовом рынке. Государственные ценные бумаги будучи высоколиквидным инструментом, очевидно, смогут стать инструментом, подобным облигациям Казначейства США, являющимся стандартом абсолютной надежности и ликвидности.

<sup>18</sup> Проводившихся еще в начале 2000-х годов, т. е. до начала кризиса.

Проблема состоит в том, что такой режим развития труднопреодолим: классическим способом выхода из кризиса производства является поддержка спроса (инвестиционного и потребительского) и соответственно проведение мягкой денежной политики. Однако проведение такой политики ведет в гораздо большей степени к усилению инфляции, чем к возобновлению экономического роста. Соответственно рост инфляции приводит к повышению рисков и искажению инвестиционных и потребительских мотиваций, что в конечном счете обуславливает дальнейшее закрепление рецессии и ее углубление.

Дополнительным осложняющим фактором является крайне «антисоциальный» характер российской инфляции: рост инфляции происходит, прежде всего, на рынках товаров и услуг, приобретаемых малообеспеченными слоями населения. Так, в 2007 г. при общем 13-процентном уровне инфляции удорожание «корзины бедных» составило 17,8%, в 2008 г. – соответственно 13,4 и 17,8%.

**Сужающееся воспроизводство.** Ключевой вопрос в сфере производства – насколько далеко зайдет адаптация компаний к условиям сжатия спроса, конкретнее, возникнет ли цикл: *сжатие спроса – сжатие производства – коррекция программ развития (инвестиционных, развития человеческого потенциала, НИОКР) – сжатие спроса и производственного потенциала – дальнейшее снижение производства и возможностей для экономического роста в перспективе*.

В 2008 г. этот процесс только начался: результатом сжатия внешнего спроса и инвестиций в жилищное строительство стало снижение производства и инвестиций в ряде отраслей.

Рубеж 2009-2010 гг. может стать решающим, начнется ли новая волна корректировки производственных и инвестиционных планов российских компаний, сопровождающаяся сокращением производственного потенциала и закреплением потери внешних и внутренних рынков, или пауза роста окажется относительно кратковременным сбоем, после которого экономический рост восстановится (пусть и с несколько меньшими темпами, чем раньше)<sup>19</sup>.

Сегодня наблюдаются признаки возможности и того, и другого развития событий. С одной стороны, стабилизация цен на сырье, произведенная (и оконченная) девальвация рубля, а также реализация как в России, так и в других экономически развитых странах мира пакетов антикризисных мер создали основу для определенной стабилизации ситуации в сфере производства. Соответственно, по имеющимся сообщениям, ряд компаний (в добыче и переработке углеводородов, на транспорте) приняли решение далее не сокращать масштабов инвестиционных программ.

В то же время, по имеющейся информации, начинается волна сокращения занятых в ряде регионов и секторов экономики, что свидетельствует о «настройке» компаний на длительную рецессию.

**Спираль девальвационных или инфляционно-девальвационных ожиданий.** Существует, хотя и уменьшившаяся в последнее время, вероятность того, что ослабление рубля и (или) сообщения о снижении золотовалютных резервов приведут к усилению девальвационных ожиданий и соответственно к росту спроса на валюту (пример – декабрьская паника на валютном рынке). Поскольку при достаточно масштабном скачке спроса на валюту удержание курса может оказаться проблематичным, панические ожидания способны оказаться и самореализовывающимися, и самоусиливающимися.

<sup>19</sup> До сих пор существенным фактором, поддерживающим экономическую динамику и тормозящим рост безработицы, были ожидания скорого возврата роста со стороны российских компаний, готовых работать даже «на склад» в ожидании скорого расширения рынка.



С макроэкономических позиций значимым является риск возникновения инфляционно-девальвационной петли «девальвация – инфляция – индексация – девальвация», хорошо известной по опыту латиноамериканских стран. В рамках этой логики девальвация национальной валюты обуславливает рост уровня инфляции, которая, с одной стороны, начинает размывать конкурентные преимущества, связанные с девальвацией валюты, а с другой – определяет потребность в дополнительной индексации заработной платы и других выплат населению. Соответственно снижение конкурентоспособности экономики ведет к ускорению роста импорта, ухудшению параметров платежного баланса и к необходимости очередной девальвации.

В более долгосрочной перспективе цепь девальваций и скачков инфляции ведет в свою очередь к снижению инвестиционной привлекательности экономики, искажению поведения внутренних инвесторов и к уменьшению склонности к сбережению. Втягивание в этот режим вызывает размывание имеющихся конкурентных преимуществ и как следствие закрепление экономической отсталости.

Дополнительными факторами риска, которые – в той или иной степени – будут определять реальную повестку дня в российской экономике, являются нижеследующие.

*Проблема обслуживания внешнего корпоративного долга.* На начало 2009 г. объем внешнего долга российских банков и компаний составил 452 млрд. долл. В значительной степени этот навес сконцентрирован в экспортно-сырьевых отраслях (нефтяные и газовые, металлургические компании), а также в банковском секторе (37% долга), т. е. в секторах, понесших наибольшие потери от развертывающегося финансово-экономического кризиса (в разных его аспектах). Из-за падения мировых цен на российские экспортные товары в 2009 г. соотношение внешнего долга негосударственного сектора и объема экспорта впервые за последние годы превысит 100% (рис. 7).

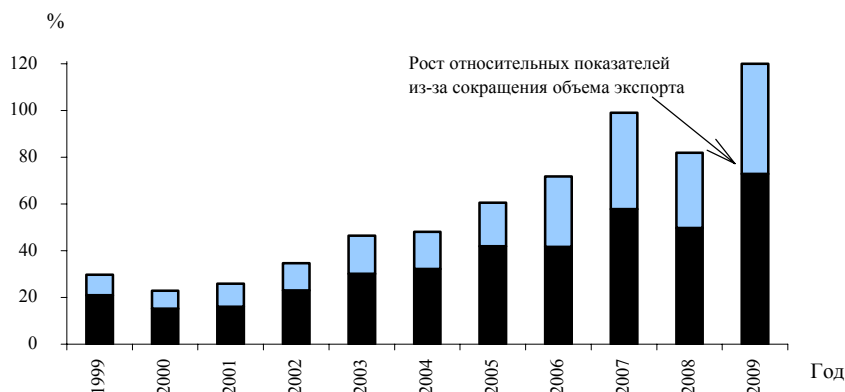


Рис. 7. Соотношение внешнего негосударственного долга и объема экспорта товаров:

■ внешний долг банков; ■ внешний долг нефинансовых предприятий

С учетом того, что экспортеры брали кредиты под нереализовавшиеся ожидания дальнейшего роста доходности бизнеса (расширения рынков, роста мировых цен), а также роста долговой нагрузки на компании из-за девальвации рубля<sup>20</sup> – возникает вероятность роста дефолтов крупных компаний по внешним долгам и в конечном счете возникновения «размена внешних долгов на активы».

Это в свою очередь ведет к риску размыкания цепочек создания добавленной стоимости в российской экономике и утрате контроля за ключевыми активами в высококонкурентоспособных сырьевых секторах экономики.

<sup>20</sup> И одновременно снижения возможности рефинансировать долг на внешних рынках капитала.

**Декапитализация банков из-за наращивания долгов компаний реального сектора.** Если кризис финансов реального сектора продолжится, вероятно усиление роста неплатежей (просроченной задолженности) по кредитам банков. Итогом списания такой задолженности может стать потеря капиталов и соответственно прекращение деятельности значимого числа банков. Это в свою очередь может стать «спусковым крючком» для возобновления бегства вкладчиков из банковской системы, оттока капитала из страны, а также нового кредитного сжатия.

В перспективный период декапитализация банков и формирование масштабного навеса неурегулированных долгов может привести к утрате банковской системой способности адекватно финансировать экономический рост.

**Проекция социального кризиса на региональные бюджеты.** Важнейшей особенностью 2009 г. стал рост социальной напряженности в ряде регионов страны. С одной стороны, она будет связана с расширением безработицы и соответственно социальной нагрузки на региональные бюджеты (рост безработицы уже начался в ряде регионов – и процесс, похоже, только начинается<sup>21</sup>). С другой – с размыванием доходной базы бюджетов субъектов РФ. В ней ключевую роль (за исключением трансфертов с федерального уровня) сегодня играет налог на прибыль. Сжатие доходов компаний и населения приведет к соответствующему сокращению этих видов доходов и далее к значительному росту напряженности субфедеральных бюджетов. Собственно говоря, снижение обеспеченности бюджетов субъектов РФ собственными источниками доходов началось в 2008 г. и этот процесс (компенсатором которого являются трансферты с федерального уровня) несомненно, продолжится и в ближайшие годы.

Суть дела состоит в том, что – и в регионах с их высокой социальной нагрузкой это особенно заметно – в бюджетной сфере проявляется следующая закономерность: доходы бюджета следуют за изменением (сегодня, несомненно, сжатием) доходов предприятий и населения. В то же время расходы бюджета в лучшем случае неэластичны к доходам субъектов экономики (в наших условиях – растут при улучшении экономической конъюнктуры в силу взятия бюджетом на себя дополнительных мандатов по расходам и не уменьшаются при снижении доходов бюджета). Разрыв с необходимостью заполняется трансфертами с федерального уровня.

«Повестка дня» в российской экономике на перспективный период может выглядеть следующим образом:

- обеспечить баланс между мерами по поддержке финансового сектора (восстановление краткосрочного кредитования, капитализации банковской системы) и мерами, направленными на стабилизацию обменного курса и сдерживание инфляции;
- своевременно начать снижение процентных ставок (вслед за снижением монетарной инфляции и закреплением умеренных девальвационных ожиданий), обеспечивающее поддержание уровня ликвидности в российской экономике, возможно, в сочетании с введением элементов валютного контроля за трансграничными капитальными потоками;
- поддержать бюджеты субъектов РФ и через перераспределительные механизмы – уровень жизни и занятость населения в регионах России;
- обеспечить финансирование инвестиционных программ, государственного оборонного заказа, а также капитализацию финансовых институтов развития, создающих как возможность роста определенности в среднесрочной перспективе (объема спроса, цен и др.) для российских компаний, так и условия для конкурентоспособности рос-

<sup>21</sup> Дополнительной проблемой уже в первом полугодии 2009 г. могут стать последствия «двойной демобилизации» – одновременно выхода в запас военнослужащих срочной службы осеннего призыва 2007 и весеннего 2008 г. (причем, последний был рекордным по числу призванных на военную службу) – для которых в регионах, похоже, нет адекватного количества рабочих мест.

сийской экономики на длительную перспективу с учетом роста неопределенности перспектив развития важнейших мировых рынков, усиления конкуренции на них и т.д.

Нетрудно заметить, что набор этих действий противоречив. С одной стороны, необходимость макроэкономической стабилизации требует проведения достаточно жесткой денежной и бюджетной политики, создающей условия для прекращения расходования золотовалютных резервов и резервных фондов (Резервного и Фонда национального благосостояния) федерального бюджета, сдерживания ослабления рубля и уменьшения инфляции. С другой – поддержание банковского сектора, доходов субфедеральных бюджетов и создание потенциала долгосрочного устойчивого развития, наоборот, предполагают и смягчение денежной политики, и расширение бюджетных расходов.

При этом риски, связанные с разрешением указанных противоречий, не поддаются однозначной оценке. Если кризис мировой экономики имеет более или менее краткосрочный характер (в 2011-2012 гг. начнется рост мировых товарных и финансовых рынков, рост мировых цен и т.д.), то станет возможным – кроме всего прочего – проведение достаточно мягкой денежной и бюджетной политики, поскольку в среднесрочной перспективе по этому варианту начнется рост стоимостных объемов экспорта. Соответственно стабилизируется объем золотовалютных резервов и резервных фондов федерального бюджета. Если кризис мировой экономики примет затяжной характер, вопросы устойчивости платежного баланса (соответственно обменного курса) вновь могут проявиться в фокусе экономической политики, что в свою очередь требует низкого уровня инфляции и проведения жесткой бюджетной и денежной политики. При этом непонятно, как в этом варианте возможно решение задачи создания потенциала будущего развития, должного обеспечить позиционирование российских компаний на рынках, которые станут интенсивно расширяться в перспективный период – тем более, с учетом усиления конкуренции и на сырьевых, и на машиностроительных рынках.