



ИСПОЛЬЗОВАТЬ «ОЧИЩАЮЩУЮ» ЭНЕРГИЮ КРИЗИСА

ПОКА ВЛАСТИ ПЫТАЮТСЯ УБЕДИТЬ НАС В УСПЕШНОСТИ восстановительного посткризисного периода — и отдельные показатели отдельных сегментов что-то похожее подтверждают, — в экономике вызревают новые дисбалансы, при «благоприятном» стечении обстоятельств способные спровоцировать очередную встряску. Однако не стоит демонизировать такую вероятность. Кризисы — естественная часть циклов рыночной экономики. К ним стоит относиться столь же спокойно и даже философски, как и к смене циклов природы: как всякое зимнее «умирание» завершается весенним возрождением, так и «смерть» очередной экономической фазы означает появление новой. Главное — научиться использовать кризисы для устранения структурных дисбалансов экономики, убежден руководитель направления анализа денежно-кредитной политики и банковской системы Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования **Олег СОЛНЦЕВ.**

БДМ: Олег, в одном из последних докладов вы предсказали очередной финансовый кризис в течение пяти–семи лет. Что привело к такому заключению?

Я бы не стал называть это предсказанием. Это слово слишком жесткое. Нет никакой предопределенности. Можно лишь говорить о рисках, вероятности, но никак не о детерминированности. Давайте я поясню свою мысль на таком примере. Представьте себе, что вы сидите в автомобиле рядом с водителем. Наблюдая за тем, как он набирает скорость, видя его манеру вождения и имея некоторую информацию о ситуации на дороге, вы можете сказать, что спустя определенное время при таком режиме движения он, скорее всего, будет вынужден прибегнуть к экстремному, аварийному торможению. Вероятность этого высока, однако этого может и не произойти. Водитель может переменить привычки — и ехать более аккуратно, вспомнить что-то — и прекратить спешить. Ситуация на дороге может внезапно улучшиться. Наконец, ему может просто повезти: другие водители станут пропускать его автомобиль, не будут «подрезать», пешеходы не станут бросаться под колеса... и тому подобное.

Вот так и с финансовыми кризисами: мы можем только говорить о том,

что видим причинно-следственные цепочки, тенденции, которые повышают уязвимость системы и вероятность возникновения кризиса. Но во-первых, эта вероятность никогда не бывает стопроцентной. Даже если дисбалансы в системе нарастают, кризиса может и не произойти — они могут разрешиться, например, через «торможение» системы и ее болезненную, но все-таки бескризисную реструктуризацию. Во-вторых, сами механизмы, ведущие к повышению уязвимости, рисков, могут «вдруг» (под влиянием лежащих вне системы факторов) перестать работать.

Кроме того, к возможности возникновения кризисов нужно относиться философски. Если мы перешли к рыночной экономике, нам, вероятно, предстоит пережить подобные шоки. К ним следует готовиться, смягчать возможные колебания, предотвращать переход от финансового кризиса к финансовому краху. Более того — использовать «очищающую» энергию кризиса для того, чтобы снять более глубокие структурные дисбалансы системы и избежать финансового краха (на языке приведенной выше аналогии — использовать аварийное торможение, чтобы избежать аварии). И еще, как учит опыт многих стран, кризисы в

принципе можно (но главное — осторожно) использовать для целей развития.

БДМ: Принимаю ваше нежелание вдаваться в подробности. Но хотя бы обозначьте: станут ли причиной ближайшего кризиса внутренние проблемы, или нам его снова импортируют?

Нельзя сказать, что в прошлый раз все сводилось к импорту кризиса. В предшествующие кризису три-четыре года возник устойчивый разрыв между доходами и расходами экономических агентов, заполняемый кредитом. Такая конструкция могла держаться до тех пор, пока с ценами на нефть и с глобальным ростом все обстояло более или менее нормально. А когда начались сбои, конструкция завалилась. Даже быстрее, чем мы ожидали, потому что внешние сбои оказались сильнее, чем мы могли себе представить. Однако, если бы внешних сбоев не было, но строительство «кредитной пирамиды» продолжилось бы, она, скорее всего, все равно обрушилась бы, но несколько позже. Наши опережающие индикаторы системного финансового кризиса недвусмысленно указывали на это, что было отражено в цикле докризисных статей. И конечно же, макроэконо-

мический эффект от «одионого» внутреннего финансового кризиса был бы гораздо слабее, чем от того сочетания глобального и внутреннего кризиса, которое реализовалось в жизни.

Статистика последних месяцев показывает, что и сейчас может возникнуть устойчивый разрыв между динамикой доходов и расходов экономических агентов. Это, в частности, заметно по действиям населения в первом квартале, когда фиксируется устойчивый рост потребления на фоне стагнации реальных доходов,

своих доходов постепенно возрастает, население начинает тратить несколько больше, и вскоре темпы роста расходов начинают опережать рост доходов. Значит, меньшую долю доходов люди откладывают, большую долю расходов делают за счет кредитов. Соответственно, экономический рост ускоряется, но требует новых источников фондирования кредитов предприятиям, населению и, возможно, государству. Внутренние источники ресурсов в виде сбережений населения сжимаются. Значит, требуются источники внешние.

Использовать «очищающую» энергию кризиса для того, чтобы снять глубокие структурные дисбалансы системы

финансируемый за счет сокращения вложений в депозиты и расширения привлечения кредитов. Впрочем, данные одного квартала — само по себе недостаточное основание для далеко идущих выводов.

Более важным основанием является понимание механизмов колебаний, происходящих в доходах, расходах, кредите и сбережениях. Мы также освещали его в более ранних докладах и выступлениях — и в целом те «переключения» экономических трендов, которые происходили в 2008–2011 годах, подтвердили правильность этого понимания.

Логика этих колебаний примерно следующая. Ключевым драйвером являются колебания ожиданий разных групп игроков: населения, банков, предприятий, внешних кредиторов — между оптимизмом и пессимизмом. Рассмотрим это чуть подробнее.

После того как острая фаза очередного кризиса завершена, но выход из него еще виден нечетко, население начинает более активно сберегать, ожидая, что в будущем снижение доходов может продолжиться. Это ведет к постепенному восстановлению накопленного объема сбережений. Затем уверенность в устойчивости

Тот же маятник управляет и поведением внешних кредиторов. После очередного кризисного шока они сначала находятся под впечатлением от этого шока, и на этой стадии внешние заимствования страны сжимаются. Чуть позже внешние кредиторы приходят в нейтральное состояние. Потом их вновь охватывает оптимизм при виде картины стабилизации и даже ускорения роста финансовых рынков и экономики. И они начинают предлагать источники для подпитки этого роста.

Нечто похожее происходит и с предприятиями, и с банками.

Все четыре группы экономических агентов производят колебания, дополняющие друг друга и влияющие друг на друга. Плюс действия монетарных властей, которые закрывают те или иные бреши, возникающие в процессе колебаний доходов, расходов, чистого кредита других групп экономических агентов.

В тот момент, когда рост долговой нагрузки на доходы заемщиков ускоряется, внутренние источники фондирования кредита слабеют, зависимость от импорта, закрывающего разрыв между внутренним спросом и производством, достигает высоко-

го уровня — уязвимость кредитного, валютного и денежного рынков становится максимальной. И в этих условиях достаточно даже не очень большого внешнего стресса, чтобы возник кризис.

БДМ: Как раз в компетенции монетарных властей нормативно — например, путем повышения требований резервирования — ограничить объем внешних заимствований в период эйфории и таким образом снизить уязвимость к внешним шокам. Но есть что улучшить и внутри страны. В одном из своих последних исследований вы, в частности, предлагаете повысить «КПД внутренних сбережений». Что имелось в виду?

С КПД очень простая идея. С одной стороны, у нас достаточно высокая норма валовых сбережений в экономике (около 30% ВВП), и, скорее всего, дальше она в среднем будет тоже держаться на высоком уровне — хотя и будет колебаться в рамках описанного выше финансового цикла. Высокий уровень сбережений связан прежде всего со сверхдоходами от сырьевого экспорта, которые экономика сразу «проест» не может. С другой стороны, норма инвестирования, по всей видимости, тоже будет расти: мы накопили колоссальный «долг» перед своими основными фондами, которые в последние 15 лет инвестировались недостаточно.

При этом существующие сбережения тратятся у нас странно. Значительная их доля сначала выводится за рубеж, а потом частично «заводится» обратно через всевозможные внешние заимствования, часто — псевдозаимствования. Если мы продолжим жить по этой схеме — не будем менять состояние нашего финансового сектора, повышать его способность «переваривать» эти внутренние сбережения, не станем ничего делать с пресловутым инвестиционным климатом и с моделью функционирования предприятий, — вывозиться за рубеж будет примерно столько же

сбережений, а ввозиться заемного капитала для покрытия спроса на инвестиционное финансирование будет все больше. Следует отметить, что такой вариант при прочих равных условиях повышает вероятность возникновения финансовых кризисов.

Другой вариант состоит в том, чтобы меньше вывозили. А для этого нужно научиться использовать средства, которые предприятия и население держат или могут держать в российских банках, для кредитования экономики внутри страны.

БДМ: *Идея не нова, но существует, скорее, в форме общего пожелания — хорошо бы, если бы... Вы предлагаете какой-то конкретный способ ее решения?*

У банков должен появиться жизнеспособный и емкий канал размещения средств на внутреннем рынке, который одновременно стал бы источником финансирования инвестиций в реальном секторе. Это должен быть рынок ликвидных активов, которые при необходимости можно быстро «сбросить», продать, не потеряв ничего при этом. Устойчивый и приносящий доходность, может, и не очень высокую, но не худшую, чем размещение в сопоставимые по ликвидности активы за рубежом.

БДМ: *И что это может быть за канал?*

На мой взгляд, таким каналом должен быть рынок ценных бумаг, и прежде всего — долговых корпоративных ценных бумаг. Корпоративная облигация — это ликвидный инструмент кредитования предприятий, при определенных условиях хорошо подходящий для финансирования ими инвестиционных проектов. Внутренний рынок корпоративных облигаций существует и развивается. Но для того чтобы он стал устойчивым каналом инвестирования, нужно менять его параметры: удлинять сроки выпусков, менять сложившиеся на рынке стандарты. Например, постепенно отказываться от доминирую-

щей практики выставления оферт на досрочное погашение, заменяя их другими инструментами снижения рисков инвесторов. В этом случае ожидаемый фактический срок обращения облигаций будет удлиняться, что выгодно для эмитентов. То есть корпоративная облигация будет превращаться в полноценный долгосрочный ресурс, который предприятия смогут использовать для инвестирования. И у нас возникнет значимый прямой канал трансформации сбережений в производственные инвестиции.

Существующие сбережения тратятся у нас странно: значительная их доля сначала выводится за рубеж

БДМ: *Курс на массовость рыночных займов через облигационные выпуски может привести к тому, что рынок окажется заполнен так называемыми «мусорными» облигациями компаний, имеющих сомнительные экономические и финансовые достижения. Примерно это мы наблюдали накануне кризиса.*

Ключевой вопрос не столько в массовости, сколько в величине эмитента, который мог бы воспользоваться таким каналом привлечения средств. Суть — добиться того, чтобы как раз крупный российский эмитент не уходил на Запад, в еврозаймования. Условно говоря, еврооблигации и международные синдицированные кредиты могут и должны быть вытеснены российскими корпоративными облигациями и внутренними синдицированными кредитами.

БДМ: *Насколько это реально и в какие сроки может быть реализовано? Или это очередное общее пожелание?*

Это общее пожелание, но мне кажется, оно, в принципе, может реализоваться. Я не Нострадамус, но не вижу никаких непреодолимых причин к тому, чтобы этого не произошло. При усло-

вии, конечно, что власть начнет что-то делать в этом направлении. Причем не только в плане регулирования этого рынка, но и в плане поддержки активности на рынке крупных российских эмитентов и банков-маркетмейкеров. Нужно, чтобы появились группы инвесторов, которым развитие этих рынков будет приносить прибыль, доход. Которые «сядут» на эти рынки и будут на них расти.

БДМ: *Но кто будет эти «длинные» ценные бумаги покупать? За счет каких «длинных» ресурсов?*

Покупать их, на мой взгляд, будет в основном банковский сектор. Теоретически, конечно, покупателями могут выступать и всевозможные институциональные инвесторы — ПИФы, пенсионные фонды. Но их возможности сейчас несоразмерны с потенциалом банковского сектора. Так, суммарный объем активов основных видов российских институциональных инвесторов к 2020 году, при благоприятном сценарии, не превысит 20% ВВП. А активы банковской системы (даже если рост останется инерционным), скорее всего, будут более 100% ВВП. У нас, как в большинстве стран, которые реализуют модель догоняющего развития, финансовый сектор опирается на банки. И эта расстановка сил, видимо, сохранится достаточно долго.

Поэтому ключевой источник ресурсов для развития рынка облигаций — в банковском секторе. И для банков, на мой взгляд, это хорошая ниша. Конечно, выдать кредит, может быть, интереснее: можно больше заработать. Доходность корпоративных облигаций ниже дохода от классического кредита. Но зато облигации дают выигрыш с точки зрения ликвидности.

БДМ: Вы процитировали прогноз относительно роста банковских активов до 100% ВВП. Но капитал-то за активами у нас уже сейчас не поспевает. Не расширится ли до критического размера пропасть между ними?

Да, капитал перестал поспевать за активами. Но в кризис капитал удалось нагнать в достаточном объеме частично благодаря субордам от государства, частично потому, что активы росли еще медленнее. Мне кажется, сейчас есть определенный запас прочности по капиталу, хотя, конечно, он зыбкий. Еще вопрос — где действительно реаль-

Главная задача — добиться прозрачности информации об источниках формирования капитала, в том числе и о структурах, аффилированных с собственником банка. Но прозрачности можно добиться, только сотрудничая с собственником. Например, если речь идет о так называемых банковских холдингах, то для понимания их реальной структуры требуется информация, которую ЦБ запросить не может. Среди учредителей могут быть абсолютно закрытые, непубличные организации, за которыми можно спрятать все что угодно.

И собственники, которые добровольно пошли на сотрудничество, должны получить возможность не соблюдать некоторые нормативы в течение какого-то времени. Например, норматив максимального объема кредита, приходящегося на одного заемщика либо группу связанных заемщиков. Ведь при «засвечивании» реальной структуры собственников группа связанных заемщиков резко расширится, и банк тут же превратится в нарушителя этого норматива. Стоит также повысить этот норматив, скажем, с 25 до 50%, что примерно соответствует нормативу, регулирующему максимальный объем кредита, приходящегося суммарно на всех собственников банка.

Идея подобного послабления вот в чем. Если у банка много собственников, в сумме они могут набрать кредитов до 50% капитала. Но вот если у банка один реальный собственник, он тоже должен иметь возможность не менее половины капитала отдать в кредит самому себе, родимому. Может быть, имеет смысл на первых порах регулировать эту сферу даже еще мягче.

Но, во-первых, переходный период, в течение которого будут действовать столь мягкие нормативы, надо ограничить обозримым сроком, например в пять лет. А во-вторых, должны действовать реальные меры наказания в случае, если банк все-таки что-то утаил. Иначе будет очень выгодно что-то немножко скрывать, а потом немножко раскрыть: сразу получаешь ослабление нормативов. Раскрытие структуры собственности должно быть полным, вот в чем идея.

БДМ: Вы до сих пор говорили об одном способе роста капитализации — за счет «суррогатных» инструментов вроде субордов. А как вы оцениваете возможность банков пополнять собственный капитал классическим способом — за счет прибыли?

Разумеется, и за счет прибыли. Прибыль — очень важный фактор. Если

У банков должен появиться жизнеспособный и емкий канал размещения средств на внутреннем рынке

ный капитал, а где бреши сплошные... В кризис огромные банки рассыпались в прах и выяснялось, что собственного капитала там и не было никакого, все давно выведено. Поэтому тут есть, конечно, тревожащий момент.

БДМ: Капитал не сам собой уходил, его уводили собственники, он таял после выдачи кредитов, иногда фиктивных, «родственным» структурам. Вы же предлагает дифференцировать подход к формированию собственного капитала с учетом реально высокого уровня аффилированности в банковском секторе. Поясните, пожалуйста, суть предложений.

Очень часто собственники бросают банк на произвол судьбы, просто забирают оттуда деньги. Если возникли проблемы в других бизнесах или просто появились подозрения, что банк может не устоять, собственники действуют очень эгоистично: тут же выводят деньги и оставляют АСВ наедине с вкладчиками.

От модели, допускающей безответственное поведение собственника, нужно уходить. Но переход должен быть плавным, иначе можно добиться обратного эффекта.

Поэтому без сотрудничества с собственниками ничего не получится.

Для того чтобы собственники начали сотрудничать, нужно, во-первых, создать стимулы к такому сотрудничеству, а во-вторых, создать такие механизмы, чтобы повышение прозрачности не «рубил» их небанковский бизнес на корню через запрет на большую часть операций, которые проводят «родственные» банки.

БДМ: Какие стимулы вы имеете в виду?

Например, банки, которые готовы полностью «засветить» свою структуру участия, должны иметь возможность получить какую-то поддержку в виде тех же субордов. Собственник должен получить возможность действительно «раскрутить» свой банк, масштабировать свой бизнес: из «карманного» банка сделать «нормальный» за счет дополнительных капиталов. Впоследствии, возможно, такая схема будет подразумевать дополнительную эмиссию акций, которыми можно будет «закрыть» этот субординированный кредит. Это довольно-таки стандартные формулы, распространенные в мировой практике.

мы хотим решить проблему устойчивости банковской системы в долгосрочной перспективе, нужно думать не только отдельно о ликвидности, отдельно о капитализации, но и о прибыли на капитал как о факторе, который, собственно, и обеспечит инвестиционную привлекательность этого бизнеса и, следовательно, его возможность капитализироваться. Если «расчленим» эту триединую задачу, есть риск, что возникнет эффект скукоживания банковского сектора: он станет очень ликвидным и очень капитализированным, но очень малоприбыльным, а потому —

борются за право работать на этом поле, конфликтуя с «терминальным» лобби. У меня нет симпатии к тем способам, которыми это разбирательство ведется, но если подняться над схваткой, то, извините за пафосный слог, историческая правота все-таки на стороне банков.

Я считаю, что они могли бы перераспределить в свою пользу часть «пирога» доходов от небанковского финансового сектора.

БДМ: А не возникнут ли дополнительные риски в связи со специфическими рисками, присущими

Нужно научиться делать одну «простую» вещь — соответствовать спросу экономики на банковские услуги

никому не нужным. Туда не пойдет частный капитал, и государству придется по-прежнему затыкать там дырки.

Поэтому нужно думать о прибыльности. И тут есть проблемы, обусловленные замедлением темпов роста сектора по сравнению с мощными результатами 2000-х. Рынки в ближайшей перспективе станут более узкими, конкуренция на них будет более высокая, поэтому уровень процентной маржи окажется более низким. И для того чтобы поддерживать прибыльность бизнеса, его инвестиционную привлекательность, банкам придется осваивать какие-то другие ниши, не связанные с получением процентного дохода и, что самое замечательное, свободные от кредитных рисков.

БДМ: О каких нишах вы говорите?

Банки должны научиться выполнять агентские функции по продаже всевозможных небанковских финансовых продуктов, например, паев ПИФов, страховых полисов, пенсионных планов. Та самая идея финансовых супермаркетов. Банкам нужно научиться «влезать» в ниши типа платежных систем. Сейчас они

тем же страховым, управляющим компаниям? Не произойдет ли нагнетания, сложения рисков?

Если идея финансового супермаркета будет реализовываться через создание холдинга, возможно, да, повлечет. Поэтому, думаю, есть смысл делать акцент на чисто агентских отношениях. То есть страховщики — отдельно, банки — отдельно. У банков огромная филиальная сеть и есть потенциал для ее дозагрузки. Нужно ее дозагрузить.

БДМ: Мы все говорим об отдельных показателях и параметрах банковской системы. А в целом, на ваш взгляд, какова сейчас основная идея сектора, основной драйвер, тренд?

Главная идея состоит, пожалуй, в том, что нужно научиться делать одну «простую» вещь — соответствовать спросу экономики на банковские услуги. Банки не всегда могут адекватно ответить на здоровый запрос со стороны платежеспособного спроса: и с точки зрения сроков кредитования, и с точки зрения масштабов кредитования, и тех же ставок по депозитам, и возможности каких-то

альтернативных размещений средств, не связанных с депозитами.

А когда обоснованный запрос со стороны экономики к банковской системе не удовлетворяется, возникают сразу два негативных эффекта. Необслуженные потребители, имеющие возможность дотянуться до внешнего рынка, начинают импортировать неоказанную услугу из-за рубежа. А потребители помельче начинают искать всякие паллиативы или некачественные заменители вроде привлечения коротких кредитов для финансирования инвестиционных проектов. Подобное несовпадение является ключевым негативом и с точки зрения развития экономики, и с точки зрения устойчивости финансового сектора.

Поэтому если мы концентрируемся только на отдельных проблемах — на устойчивости сектора, на борьбе с последствиями определенных циклов, на регулировании (а это все правильные идеи) — то мы лечим болезни, не являющиеся главными, системными. Вся эта борьба с колебаниями, со всякими перегревами-недогревами — важна, действительно важна. Но это все-таки не самое главное. Самое главное — приведение финансового сектора в соответствие, насколько это возможно, со спросом со стороны экономики на услуги.

БДМ: Сейчас спрос со стороны экономики на кредитные, в частности, услуги существенно снизился. Что, банкам — пойти повеситься? Чтобы соответствовать сужению запроса?

Ну зачем вешаться?.. Нужно переориентироваться на сегменты, где спрос остается достаточно высоким. То, о чем мы говорили: учиться выполнять агентские функции, учиться работать с инвестиционными проектами, учиться работать на рынке ценных бумаг. Население сейчас, похоже, несколько разочаровано в депозитах, а никакой доступной разумной альтернативы им нет. Банки могут помочь с поисками.

Беседовала

Марина ТАЛЬСКАЯ