

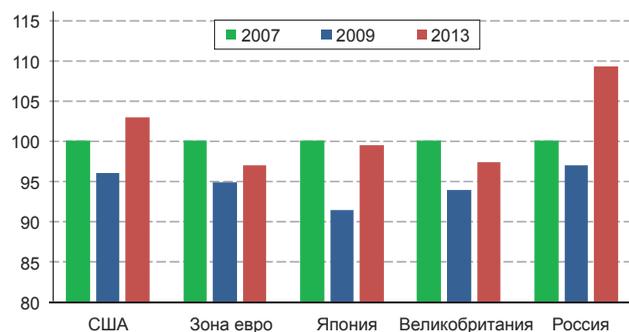
Мировая конъюнктура и Россия: некоторые итоги 2013 года и перспективы развития

М. В. Ершов,

доктор экономических наук, профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, член Межрегионального банковского совета при Совете Федерации Российской Федерации; www.eršovm.ru

Хотя кризис все еще никак не закончится, но в воздухе витает оптимизм и горизонт выглядит ярче, – считает директор-распорядитель Международного валютного фонда К. Лагард. – В то же время глобальный рост является все еще слишком низким, слишком хрупким и слишком неравномерным¹, находясь ниже своего потенциала. Международный валютный фонд пересмотрел прогноз роста мировой экономики в 2014 г. в сторону понижения (относительно его же прогноза, сделанного в апреле 2013 г.), оценивая рост на уровне 3,7% (апрельские оценки составляли 4%). По Китаю цифры снижены с 8,2 до 7,5%, по развивающимся рынкам в целом – с 5,7 до 5,1%. Почти в 2 раза снижены оценки по России – с 3,8 до 2,0%².

Однако за последние годы в целом реальный российский ВВП все же заметно превысил предкризисный уровень в отличие от других стран (рис. 1).



Источник: OECD, Economic Outlook.

Рис. 1. Объем реального ВВП (2007 г.=100)*

* 2009 г. – на уровне максимального отмечавшегося снижения; 2013 г. – I кв., в Российской Федерации – 2012 г.

По оценкам МВФ, рост должен усилиться в течение 2014 г. в значительной степени благодаря нормализации положения в развитых странах. В то же время в

ряде государств сохраняются риски инфляции, а в других – дефляции.

Раньше МВФ отмечал, что при сохранении старых рисков возникли новые. Среди них – вероятность более продолжительного замедления роста на развивающихся рынках³.

Проблемы могут возникнуть также вследствие турбулентности на финансовых рынках, а также из-за волатильности движения капиталов.

А этот риск становится все более заметным. В условиях избыточной глобальной ликвидности МВФ, вопреки своим традиционно либеральным подходам в области движения капиталов, недавно был вынужден признать, что «введение мер по управлению движением капиталов может быть полезно для... защиты стабильности финансовой системы» (IMF, 2012. Р. 18). Еще задолго до последнего кризиса видный экономист и функционер МВФ М. Мусса (в течение 10 лет занимал пост директора Департамента исследований МВФ) подчеркивал: «Высокая открытость к международным движениям капиталов, особенно краткосрочных, может быть опасна для... недостаточно капитализированных (курсив мой. – М. Е.) или неадекватно регулируемых финансовых систем»⁴.

Следует отметить, что если по степени открытости к движению капиталов, согласно данным Банка Англии, российская экономика опережает страны БРИКС, то по уровню монетизации показатели нашей страны гораздо ниже, что усиливает для нее риск дестабилизирующего воздействия извне (рис. 2–3).

С учетом новых рисков ряд развивающихся стран (в частности, Бразилия, Южная Корея) уже принимают меры, направленные на нейтрализацию негативного эффекта спекулятивного притока «коротких» денег. Многие страны существенно повышают уровень монетизации и увеличивают капитальную базу, поскольку очевидно, что чем более масштабна и монетизирована национальная экономика, тем менее она подвержена дестабилизи-

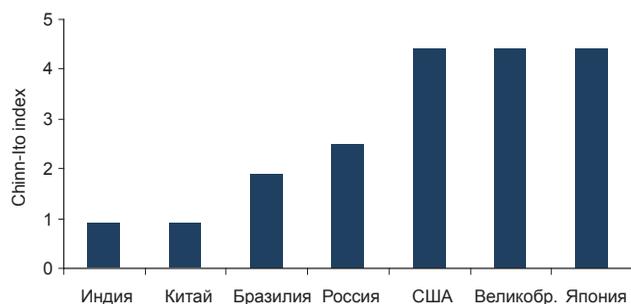
¹ Lagarde C. The Global Economy in 2014. IMF. 2014. Jan. 15.

² World Economic Outlook (WEO). IMF. April 2013; IMF. 2014. Jan.

³ WEO Update. IMF. 2013. July 9. P. 1.

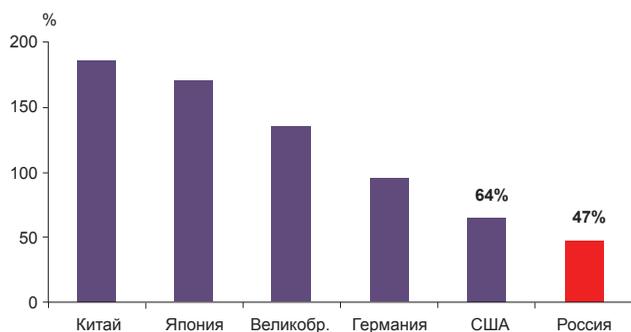
⁴ Kaplan E., Rodrik D. Did the Malaysian Capital Controls Work? // NBER Working Paper. № 8142. P. 2.

рующему воздействию «горячих» денег. При этом нежелательный отток ресурсов регулируется нормативами и иными мерами, которые делают операции с национальной валютой более привлекательными.



Источник: Bank of England. Quarterly Bulletin. 2013 Q4. Vol. 53. № 4.

Рис. 2. Степень открытости счета операций с капиталом



Источники: International Financial Statistics, Bank of England, Bank of Japan, US Fed, Deutsche Bundesbank, National Bureau of Statistics of China, Банк России.

Рис. 3. Коэффициент монетизации в ряде стран

Еще одним фактором, из-за которого российская экономика становится «заложницей» мировой конъюнктуры и повышаются внешние риски, является давняя зависимость от сырьевого экспорта, динамика которого в большой степени определяет экономический рост (рис. 4).

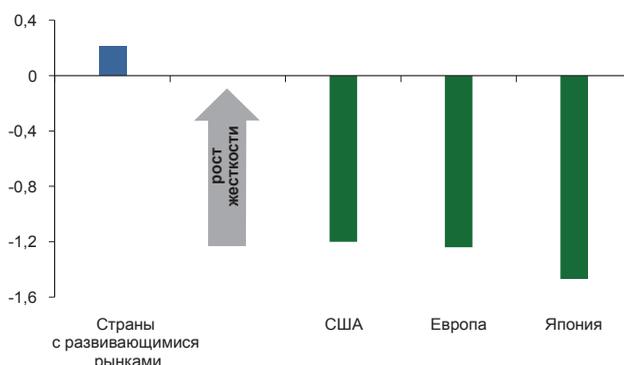


Источник: рассчитано по данным Росстата, OECD.

Рис. 4. Россия: темпы прироста ВВП и цены нефти Urals

В случае отсутствия последовательной и активной экономической политики, направленной на улучшение структуры экономики и увеличение роли внутренних факторов экономического роста (в том числе денежно-кредитной и финансовой сфер), зависимость от внешних условий и связанные с ними риски будут по-прежнему играть свою негативную роль.

В этой связи жесткость, которую проявляют регуляторы развивающихся стран (по сравнению с развитыми государствами) по целому ряду финансовых показателей (более высокие ставки рефинансирования, как следствие, более высокие кредитные ставки, сдержанная политика монетизации и т. д.), формирует более стабильную среду, но не создает условий, стимулирующих рост, как в развитых экономиках (рис. 5).



Источник: IMF. Global Financial Stability Report. Oct. 2013.

Рис. 5. Индекс степени жесткости финансовых условий

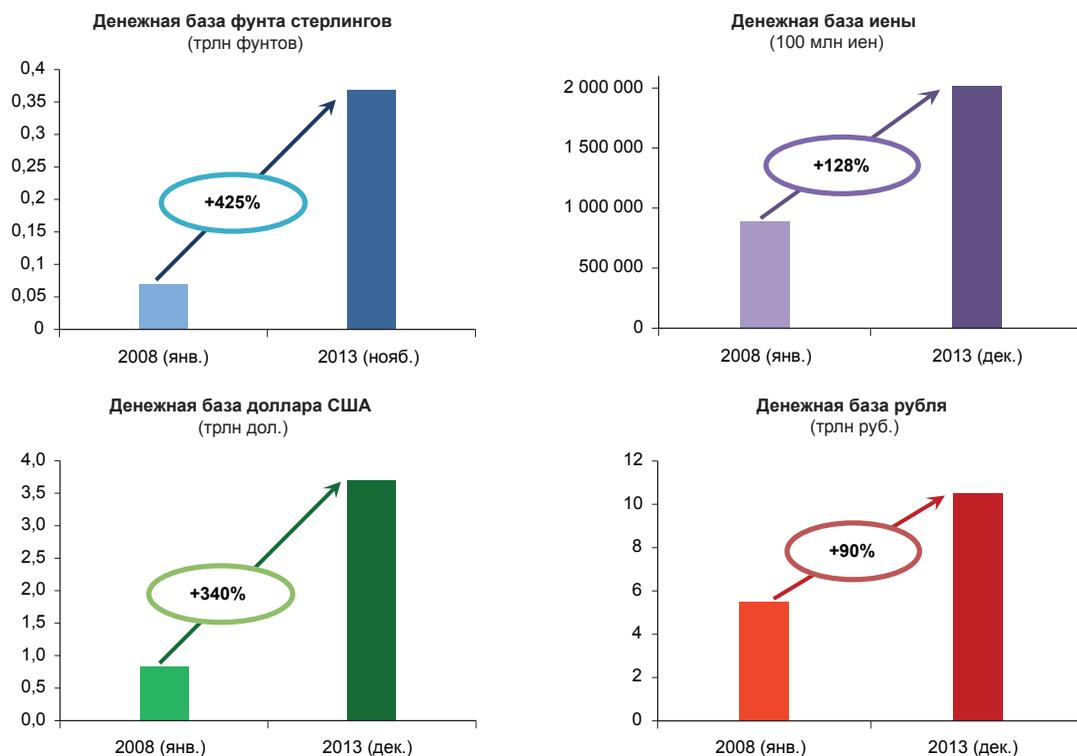
Укажем, что политика монетарного и бюджетного смягчения была характерна во многих случаях и в прошлом. В «новейшей истории», в частности, в начале 2000-х гг., когда международные эксперты, говоря о бюджетных подходах, справедливо подчеркивали, что «вряд ли оправдано заставлять европейские страны, которые находятся в состоянии спада, сокращать госрасходы»¹. Министр финансов Германии того времени Х. Эйхель, обосновывая роль бюджета в поддержании экономического роста, был еще более категоричен, отмечая, что речь не может идти о фискальной стабильности без устойчивого роста: «Стабильность не является приоритетом, нам нужен рост»².

В настоящее время подобные взгляды также поддерживаются мировыми регуляторами. Так, например, МВФ отмечает, в частности, что «бюджетные стимулы и либерализация денежно-кредитной политики в Японии... позволили добиться впечатляющего оживления (выделено нами. – М. Е.) экономической активности»³.

¹ Loosening Those Bonds // The Economist. 2003. July 19. P. 23.

² Pacific Internet. 2003. October 7. P. 1; BBC News. 2003. July 15. P. 2.

³ Перспективы развития мировой экономики. МВФ. 2013. 8 октября. С. 1.



Источник: национальные центральные банки.

Рис. 6. Монетизация экономики в некоторых развитых странах и в Российской Федерации

Новый руководитель ФРС США Дж. Йеллен также известна как приверженец стимулирования экономики и противник рестриктивных мер. Ранее, например, она отмечала, что *сокращение правительственных расходов и повышение налогов затормозили восстановление экономики* (FRS, 11.02.2013).

По оценкам К. Лагард, для США является крайне важным избежать преждевременного изъятия монетарной помощи ... и быстрого установления ограничений роста задолженности¹.

В целом следует отметить, что механизмы бюджетных дефицитов рассматриваются многими странами как инструмент стимулирования своего экономического роста, поскольку сам экономический смысл этих механизмов говорит об их возможной действенности.

Так, если взглянуть на проблему с точки зрения обычной экономической логики, то очевидно, что рост экономики предполагает, что она должна получать *дополнительные ресурсы*, необходимые для достижения таких целей. Причем они должны авансироваться экономике (т. е. предоставляться до получения результата). По аналогии с частным сектором – сначала осуществляются инвестиции в проект, а потом уже реализованный проект дает прибыль, но никак не наоборот (отсюда и такое явление, как отрицательный поток наличности (negative cash flow), предполагающий первичный дефицит, связанный с первичными расхо-

дами – закупкой сырья, зарплатой, арендой, который потом покрывается полученной прибылью от реализации произведенной продукции)².

При невозможности использования бюджетных рычагов (в силу тех или иных, часто «убежденческих», субъективных, причин) альтернативой будет необходимость привлечения финансирования с внешних рынков, что все равно будет означать рост долга – только не внутреннего, а внешнего.

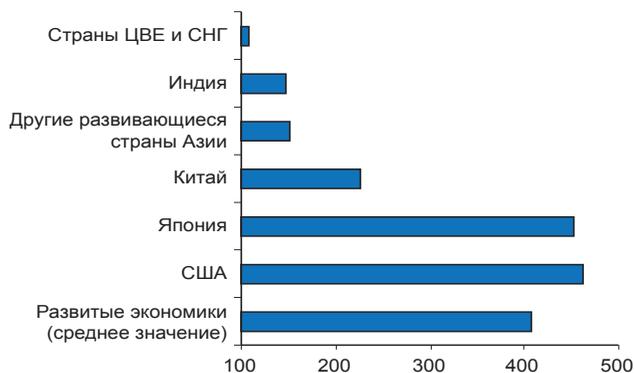
Попытки стимулировать рост и затормозить падение посредством интенсивного прироста финансовых ресурсов стали особенно заметны в последние годы в экономиках ведущих стран, чьи центральные банки проводят масштабную эмиссию своих национальных валют (рис. 6).

Следствием этого стало еще большее увеличение роли финансовых рынков в экономиках ведущих стран, также их углубление (рис. 7).

В свою очередь, это приводит к поиску размещения этих ресурсов, их миграции, росту волатильности рынков и активизации валютно-финансовых операций в целом. В частности, масштабы оборота мирового валютного рынка существенно возросли по сравнению с предкризисным периодом (рис. 8).

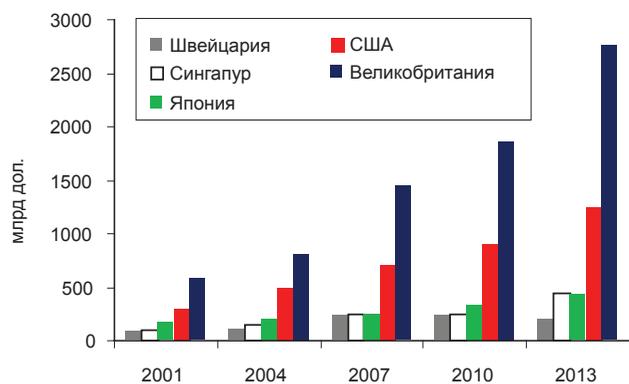
² Аналогично *перераспределение* средств между отраслями в целях *оптимизации* расходов, по сути, означает, что одно финансируется за счет другого и рост в одних сферах будет сопряжен со сжатием в других.

¹ Lagarde C. Op. cit.



Источник: IMF; McKinsey Global Institute. 2013.

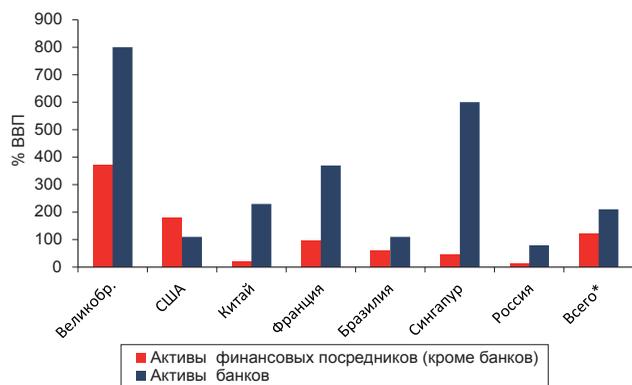
Рис. 7. Глубина финансовых рынков (в % ВВП), 2012 г.



Источник: Bank of England. Quarterly Bulletin. 2013 Q. 4. Vol. 53 № 4.

Рис. 8. Среднедневной оборот на валютных рынках в основных финансовых центрах

В результате это отражается и на масштабах банковской системы и других финансовых посредников (рис. 9).



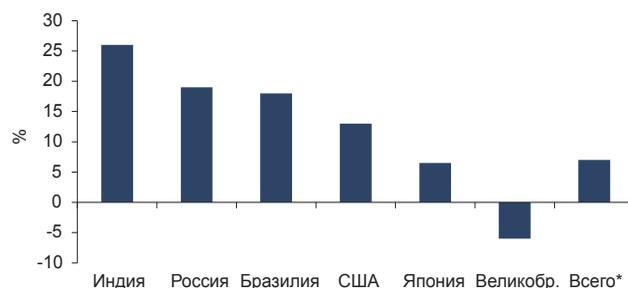
* Зона евро и 20 юрисдикций (Аргентина, Австралия, Бразилия, Великобритания, Канада, Китай, Гонконг, Индия, Индонезия, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Сингапур, США, Турция, Чили, Швейцария, Южная Африка, Южная Корея, Япония).

Источник: Financial Stability Board. Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.

Рис. 9. Объемы активов банков и других финансовых посредников (2012 г., % ВВП)

При этом темпы роста финансового посредничества, осуществляемого за пределами «стандартной» банковской системы и получившего условное название «теневой (параллельной) банковской деятельности» (shadow banking), хоть и замедлились, но в ряде стран (в том числе в России) с низким «стартовым уровнем» по-прежнему достаточно высоки¹. В еврозоне, например, объем указанного сектора составляет сейчас около 117% ВВП по сравнению с 125% ВВП в 2007 г. Это сохраняет актуальность надзора за данной сферой для недопущения ее дестабилизирующей роли.

По-прежнему требует первоочередного внимания и проблема дефицитов госбюджетов. Проблемы, с которыми сталкиваются ведущие страны в этой сфере, в обозримом будущем вряд ли будут решены, поэтому следует ожидать сохранения бюджетных дефицитов в ряде развитых государств. В результате для мировой экономики в целом сохранит свою актуальность проблема глобальных дисбалансов, при которых страны с профицитом бюджета, по сути, будут являться донорами финансовых ресурсов стран с его дефицитом (рис. 10).



* Аргентина, Австралия, Бразилия, Великобритания, Германия, Голландия, Гонконг, Индия, Индонезия, Испания, Италия, Канада, Китай, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Сингапур, США, Турция, Франция, Чили, Швейцария, Южная Африка, Южная Корея, Япония.

Источник: Financial Stability Board. Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.

Рис. 10. Рост теневой банковской деятельности в 2012 г.

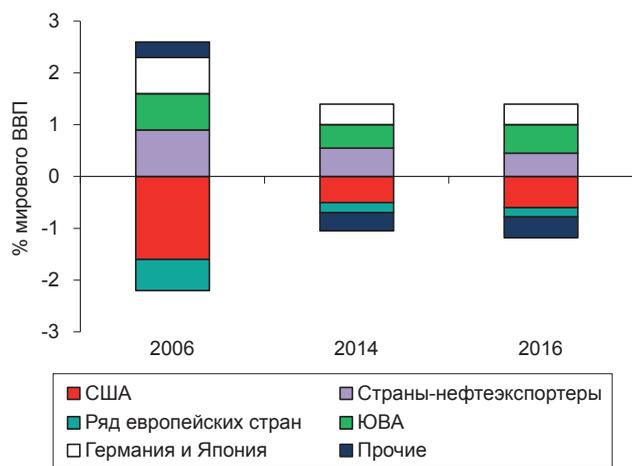
Более того, следует иметь в виду также то обстоятельство, что помимо федерального долга США, величина которого достигла 16 трлн дол., еще большего значения достиг так называемый «забалансовый» федеральный долг (который включает в себя различные формы социальных страховых обязательств, медицинские, ипотечные, кредитные и иные формы господдержки), размер которого составил к 2013 г. около 70 трлн дол.², что суммарно составляет почти 500% ВВП страны.

Все это, очевидно, надолго законсервирует отмечающиеся в настоящее время перекосы в мировой экономике. Как следствие, ряд стран с профицитами своих балансов будут, вероятно, продолжать финансировать, рост дефицитных экономик (в первую очередь США). Так, в последние годы крупными иностранными дер-

¹ К данному сектору относятся, в частности, фонды денежного рынка, хедж-фонды, брокерские и дилерские компании и т. д.

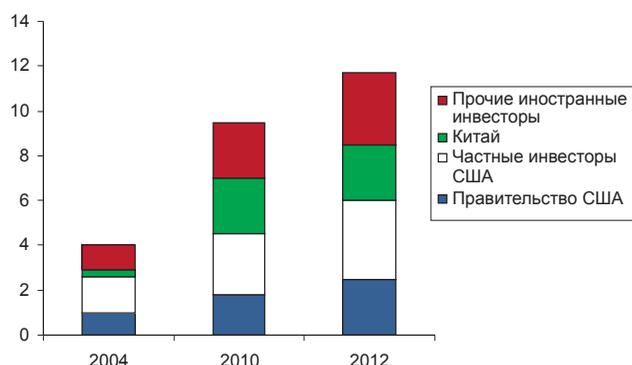
² NBER Working paper. № 19253.

жателями американских госбумаг являются, в частности, Китай (свыше 1,3 трлн дол.), Япония (около 1,2 трлн дол.), Россия (140 млрд дол.), другие страны – экспортеры нефти (236 млрд дол.) (данные US Treasury).



Источник: IMF. World Economic Outlook. April 2013.

Рис. 11. Глобальные дисбалансы (% мирового ВВП)



Источник: Bank of England, June 2013.

Рис. 12. Держатели казначейских ценных бумаг США (трлн дол.)

Одновременно многие из этих стран вынуждены держать большой объем золотовалютных резервов, в которых доллары составляют значительную часть.

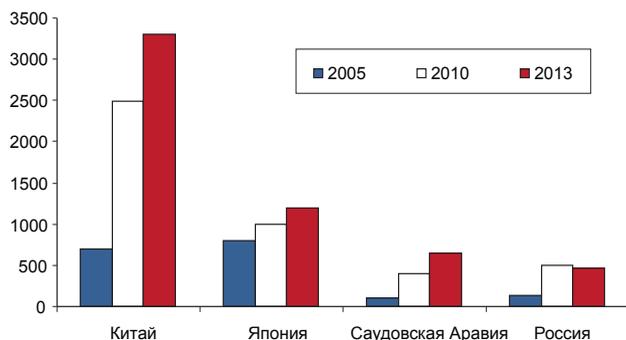
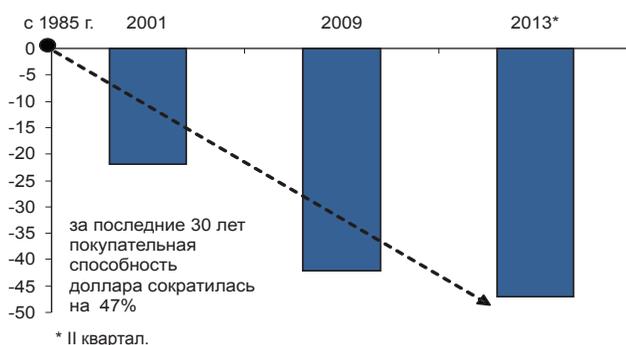


Рис. 13. Крупнейшие держатели золотовалютных резервов (млрд дол.)

При этом в долгосрочном плане следует иметь в виду, что в течение многих лет доллар США устойчиво теряет свою покупательную способность (рис. 13).



Источник: Zerohedge. 2013. May 10.

Рис. 14. Снижение покупательной способности доллара

Причем с точки зрения формальных критериев обеспеченности и антикризисной устойчивости валюты, которые, в частности, характеризуются соотношением денежной базы и золотовалютных резервов, обеспеченность доллара составляет менее 20%. Если же принимать во внимание величину американского госдолга, объем которого может показывать потенциальный масштаб возможной эмиссии этой валюты в случае его погашения, то в данном случае уровень обеспечения доллара может снизиться до менее 3%¹.

Естественно, в таких условиях американские власти заинтересованы в поддержании «востребованности» своей валюты. Неудивительно в этой связи и то, что риск уменьшения возможного использования долларов в мире ставится в один ряд с наиболее острыми рисками политического, экономического и иных аспектов современного развития. Так, в документах Всемирного экономического форума в Давосе в 2014 г. при анализе глобальных рисков говорится, в частности, что «уменьшение роли доллара как мировой резервной валюты влияет на мировую экономическую и финансовую системы и меняет геополитический баланс» (выделено нами. – М. Е.)².

В целом и американские, и европейские регуляторы, указывая на некоторое улучшение ситуации, подчеркивают, что риски сохраняются. На пресс-конференции главы ЕЦБ М. Драги (6 февраля 2014 г.) к таким рискам были отнесены, в частности, проблемы слабого внутреннего спроса и недостаточность структурных реформ. В связи с необходимостью поддержки экономического роста и в США, и в зоне евро процентные ставки остались на прежних минимальных уровнях (0, 25%). Учитывая системный и долгосрочный характер проблем, ужесточение подходов (даже если и произойдет), то, по видимому, будет небыстрым и несильным. ■

¹ Рассчитано по: US Fed (подробнее см.: Еришов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика, 2000).

² Global Risks 2014. Davos. P. 53.