

ТРУДЫ

ВОЛЬНОГО
ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЩЕСТВА
РОССИИ



ТОМ ДВЕСТИ ТРИНАДЦАТЫЙ

МОСКВА
№ 5/2018

10 ЛЕТ СПУСТЯ МИРОВОГО КРИЗИСА: СОХРАНЯЮЩИЕСЯ ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ РЕШЕНИЯ

(некоторые мысли в связи с Докладом
о торговле и развитии ЮНКТАД)

10 YEARS AFTER THE WORLD FINANCIAL CRISIS: REMAINING PROBLEMS AND HOW TO SOLVE THEM

(some thoughts which emerge from reading
Trade and Development Report of UNCTAD)



ЕРШОВ МИХАИЛ ВЛАДИМИРОВИЧ
Член Президиума ВЭО России, главный
директор по финансовым исследованиям
«Института энергетики и финансов»,
профессор Финансового университета при
Правительстве РФ, член комиссии по банкам
и банковской деятельности Российского Союза
промышленников и предпринимателей, доктор
экономических наук

ERSHOV MIKHAIL VLADIMIROVICH
Member of the Presidium of the VEO of Russia,
Chief Director for Financial Research at the



Institute of Energy and Finance, Professor at the Financial University under the Government of the Russian Federation, member of the Commission for Banks and Banking Activities of the Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs, Doctor of Economic Sciences

АННОТАЦИЯ

В статье рассматриваются основные вопросы, затронутые в ежегодном Докладе о торговле и развитии ЮНКТАД. Подчеркивается, что через 10 лет финансового кризиса многие из проблем сохраняют свою актуальность. Подчеркивается важность подходов экономической политики, которые обеспечили бы устойчивое развитие, несмотря на возможные кризисные явления в мире.

ABSTRACT

The article touches upon the main issues of the recent report of the UNCTAD "Trade and Development Report 2018: Power, Platforms and Free Trade Delusion". It is stressed that 10 years later the global financial crisis many of the problems remain to be unsolved. The importance of approaches of economic policy, which may provide sustainable development despite the risks of crisis in the world economy is emphasized.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

Финансовый кризис, финансовые рынки, центральные банки, экономический рост.

KEY WORDS

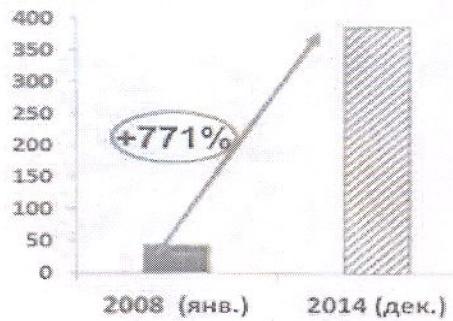
Global financial crisis, financial markets, central banks, economic growth.

Доклад о торговле и развитии 2018 г. (Trade and Development Report 2018: Power, Platforms and Free Trade Delusion), подготовленный ЮНКТАД (далее — Доклад) начинается с констатации факта, что 10 лет назад

Lehman Brothers объявил о своем банкротстве. Авторы верно отмечают, что «с того времени мало что изменилось, финансовая система, как нам говорят, стала более прозрачной, более простой, более надежной. Но при этом банки накачаны госденьгами, теневой банковский бизнес вырос, деривативы выросли, бонусы растут» [1, с. II].

Проиллюстрируем от себя, как масштабно западные экономики сразу же в ответ на кризис накачали свои финансовые системы финансовыми ресурсами. Даже такие консервативные страны, как Швейцария, увеличили эмиссию швейцарского франка в 7 с лишним раз, а эмиссия доллара США была увеличена почти в 4 раза. В целом денежная масса значительно превысила рост ВВП за период, начиная с 2007 по 2015 г. (рис. 1).

Швейц. франка



доллар США

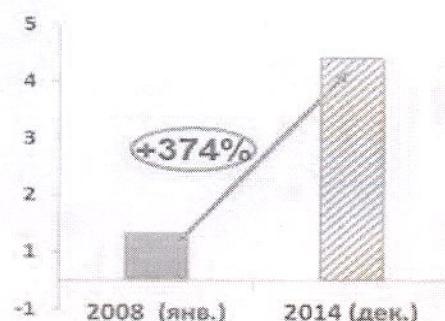


Рис. 1. Денежная база

Источник: М. Ершов по данным соответствующих центральных банков.

Тогда процентные ставки были резко снижены. Напомним, в частности, что в 23 странах, на которые приходится 25% мирового ВВП, процентные ставки стали либо около нуля, либо ниже нуля (рис. 3).

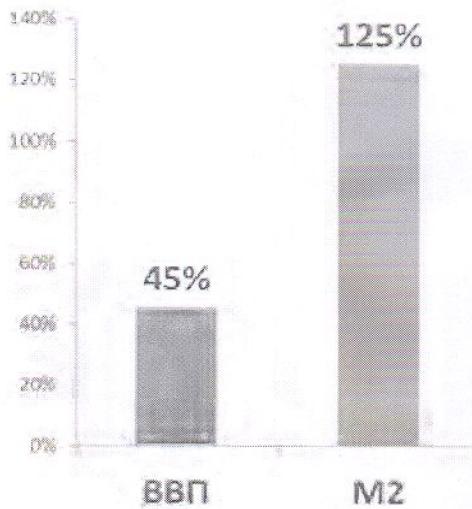


Рис. 2. Мир: рост M2 и ВВП за 2007–2015 гг.

Источник: М. Ершов по данным соответствующих центральных банков.

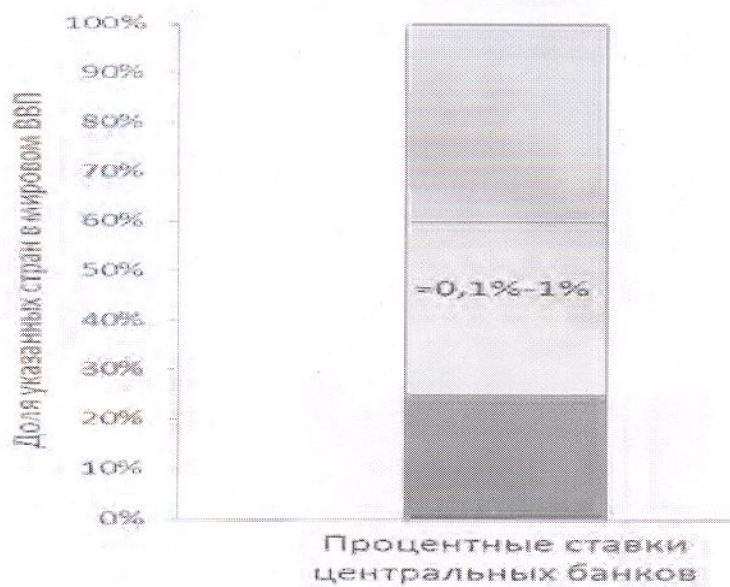


Рис. 3. Доля стран в мировом ВВП с соответствующим уровнем процентных ставок ЦБ (июль 2016 г., %)

Источники: по данным IMF, Bloomberg.

По идее столь масштабными мерами воздействия должен был бы быть спровоцирован серьезный ответный эффект. Однако если мы посмотрим на прирост ВВП основного участника мировой экономики — США (но за вычетом бюджетного дефицита), то рост будет значительно меньше (рис. 4).

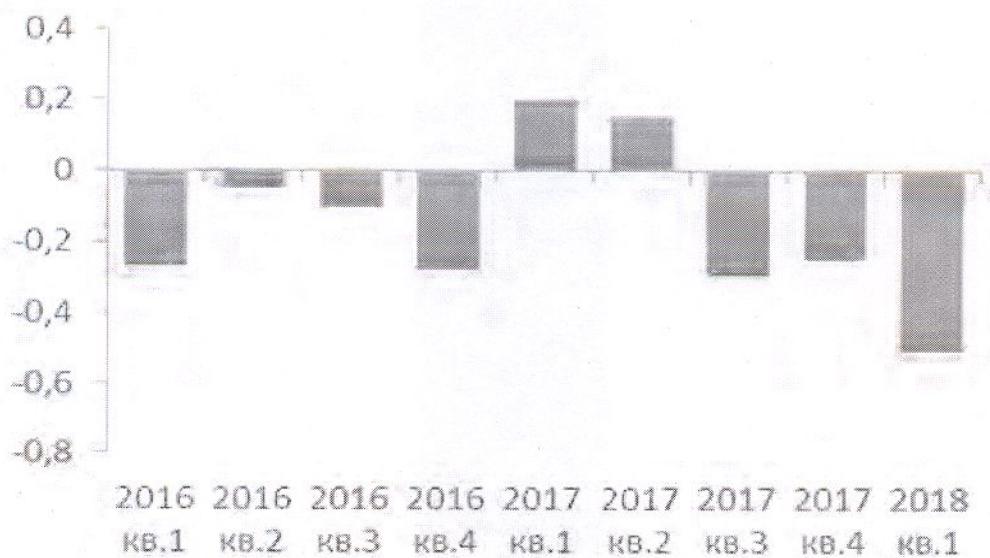


Рис. 4. Прирост ВВП США за вычетом госдолга, трлн долл.

Указанное отсутствие адекватных взаимосвязей напоминает высказывание, которое предлагается в романе известного русского писателя и философа Ф.М. Достоевского: «Я видел тень кучера, который тенью щетки чистил тень кареты» («Братья Карамазовы»).

Почему такая аналогия? С одной стороны, мы имеем масштабные меры поддержки, масштабные меры помощи, минимальные процентные ставки, значительные объемы ликвидности. Казалось бы, экономика должна заметно реагировать на такое воздействие. Между тем, у них средний

рост ВВП 0,5–1,5%. Это невольно заставляет задаться вопросом, насколько такая экономика в принципе здорова. Она давно должна была бы на столь масштабные системные меры поддержки отреагировать в ответ гораздо более интенсивно, чем то, что мы наблюдаем.

Предпринятые меры даже были настолько масштабны, что даже увеличили периодичность финансового цикла. Раньше каждые 7–8 лет финансовые рынки регулярно проваливались (рис. 5). Но после последнего падения уже прошло 10 лет, а рынки пока устойчиво растут, и никаких значимых провалов нет. Значит, какие-то уже внутри мировой экономики, в ее внутренней материи происходят модификации, которые даже нарушили устойчивый многолетний цикл предшествующих периодов.

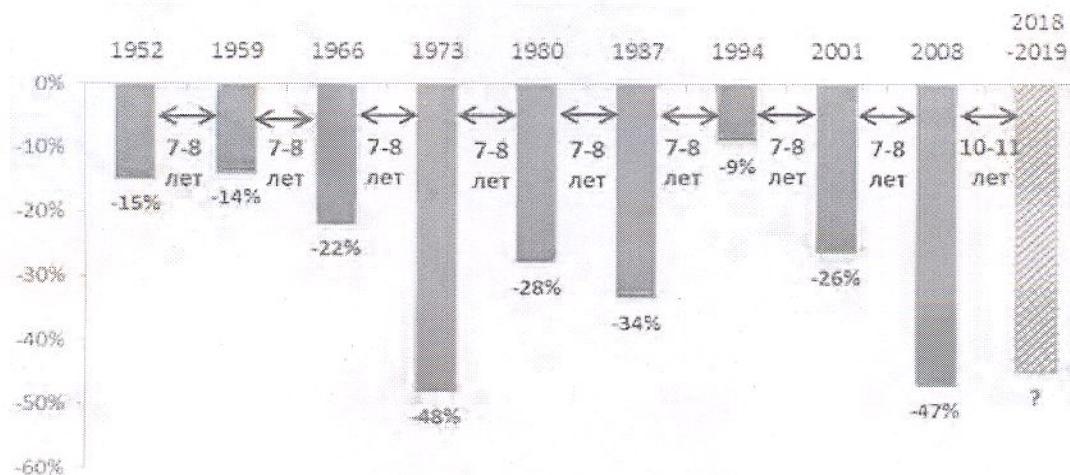


Рис. 5. «Цикличность» провалов (динамика Индекса S&P 500, %)

Источник: по данным Bloomberg.

Совершенно справедливо авторы Доклада пишут: «Рост ликвидности привел к росту цен акций, но без соответ-

ствующего увеличения фундаментальных показателей или доходов этих компаний» [1, стр. 2]. Для подтверждения приведем график (рис. 6), который показывает, какова длина отмечающегося растущего фондового рынка США (без 3% коррекции).

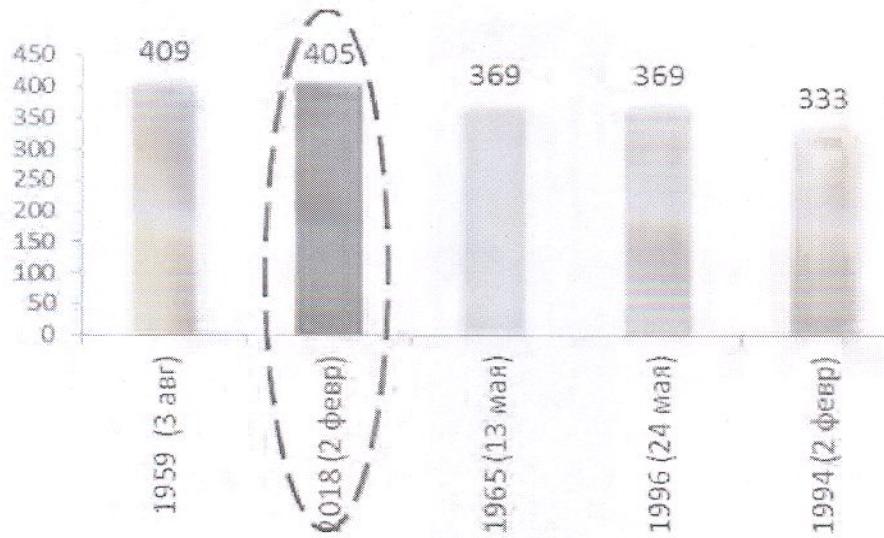


Рис. 6. Индекс S&P 500 — рост без 3% коррекции, количество торговых дней

При этом рост акций связан с тем, что очень интенсивно осуществляются операции *buyback*, то есть компании выкупают свои собственные акции. Очевидно, если компания сама выкупает свои акции, конечно, ее акции будут расти, но за этим ростом реально никаких фундаментальных изменений или оснований нет. Понятно, что чем более перегрет рынок (а он сейчас явно находится в фазе перегрева, об этом все большее количество экспертов говорят, и в Докладе это также подчеркивается), тем больше будет провал.

Напомним, Доклад начинается с десятилетнего юбилея Lehman Brothers — того самого ипотечного кризиса. Какой тогда был провал на рынке? Капитализация ведущих мировых банков снизилась в десятки раз (рис. 7).

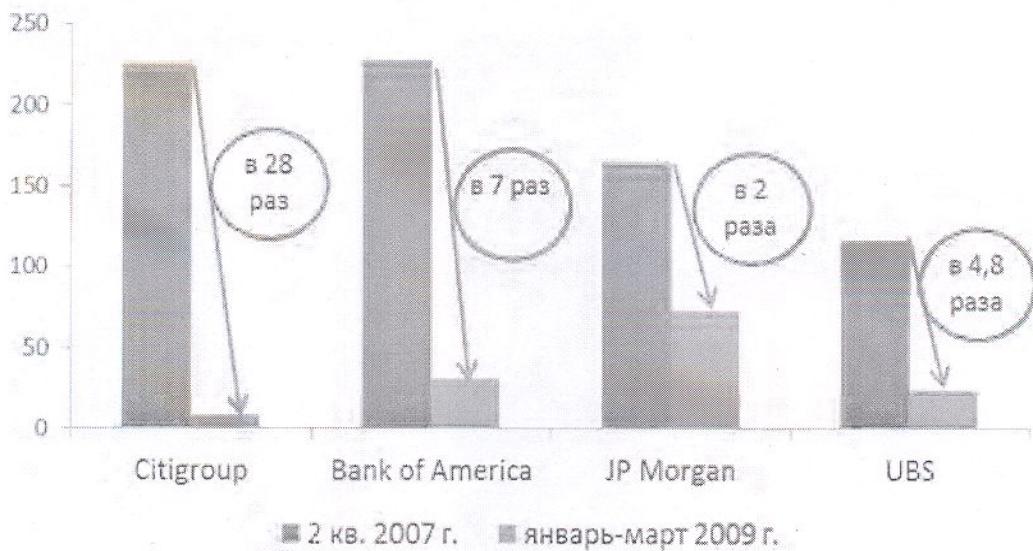


Рис. 7. Капитализация ведущих мировых банков до и после кризиса, млрд долл.

Источник: по данным Bloomberg.

Все более отчетливо происходит процесс деглобализации. И вот здесь, в Докладе, представлены очень интересные оценки [1, стр. 14]. Показывается, насколько национальные основы в развитии начинают вновь играть свою роль. В 19 из 30 рассмотренных примеров драйвером роста является чистый экспорт, а не внутренний спрос, следовательно, внешняя сфера.

Но тогда если мы имеем дело с внешними рисками, или с внешними перегревами, или с санкциями, или

другими внешними ограничениями, это значит, что эти страны делают свой рост зависимым от всех внешних ограничений, что делает общую картину еще более трудно предсказуемой.

В Докладе указывается, что «свой дом — самое лучшее место» («There's no place like home») [1, с. 58]. Напомним, что и в прошлые годы тоже была такая концепция, «home bias», когда существовало предпочтение к собственной экономике. Еще даже до кризиса, то есть когда многие национальные компании в первую очередь брали в качестве основы своего развития именно национальную площадку.

И вот в этой же связи журнал «Economist», говоря о Японии, которая исповедовала схожие подходы, подчеркивал, что Япония хорошо освоила искусство открываться на ее условиях, а политика опоры на собственные силы, а не на иностранные инвестиции, защита национальных компаний и банков позволит ей достичь одной из основных целей — финансовой независимости. В нынешних условиях, когда отмечаются тенденции деглобализации и когда страны начинают все больше стремиться совместить свое участие в международной экономике с опорой на внутренние основы развития, указанные подходы заслуживают большого внимания.

Риски цифровой экономики. Очень интересное рассмотрение проблематики в Докладе. От цифровизации экономики нам сейчас никуда не деться. Укажем на два события. В августе 2018 г. глава Банка Канады на конференции в известном Джексон-Хоуле, (где участвует руководство центральных банков ведущих стран), подчеркнул, что цифровизация экономики затрудняет для центральных банков проведение денежно-кредитной политики.

Мы, в свою очередь, еще в марте 2018 г., выступая в Большом экономическом обществе, говорили: «Криптовалюты, как и финансовые инновации в целом, затрудняют проведение независимой денежно-кредитной политики в целом, снижая эффективность такой политики, т.к., по сути, выводят из-под приоритетной компетенции центральных банков важные монетарные и расчетные сегменты, что уменьшает возможность регуляторов влиять на формирование указанных сфер» [2, с. 86]. Другими словами, если какие-то взаимосвязи приобретают очевидный характер, то они привлекают к себе внимание разных экспертов в разных странах.

Понятно, что цифровизация расширяет возможности для трансляции внешних шоков, и при недостаточном регулировании финансовой цифровизации это, по сути, новая форма открытия экономики на качественно ином технологическом уровне. Поэтому, да, мы все за цифровизацию. Но не за непродуманную цифровизацию, а за то, чтобы подготовить внутренние основы, чтобы были готовы все те наши внутренние механизмы демпфирования рисков, которые при этом, естественно, возникают. А если просто ринуться неподготовленными, то результат будет очевидно негативным.

В Докладе говорится: «Парадокс глобализации XXI века в том, что, несмотря на бесконечные разговоры о гибкости, эффективности, конкурентоспособности, развитые и развивающиеся экономики становятся все более хрупкими» [1]. Действительно, такой тезис заслуживает максимального внимания. В частности, эксперты ОЭСР в ноябре 2017 г. сказали, что «сейчас наблюдается больший уровень рисков, чем в преддверии последнего мирового финансового кризиса».

В Докладе справедливо говорится, что должны быть множественные пути, чтобы совместить внутренние цели и за-

дачи интеграции в глобальную экономику [1]. Но при этом у стран должны быть достаточные инструменты, чтобы объединить, эти, казалось бы, трудно совместимые задачи. И когда у них будет достаточно широкий диапазон рычагов и механизмов экономической политики, они естественно упрочат свои экономические основы своего развития. А чем прочнее будет каждая из стран — участниц мировой экономики, тем стабильнее будет и сама мировая экономика.

Библиографический список

1. Trade and Development Report 2018: Power, Platforms and Free Trade Delusion. UNCTAD. 2018. P. 133.
2. Ершов М.В., Вотяков С.А. О некоторых рисках финансовых инноваций // Труды Вольного экономического общества. Том 210. 2018. С. 82–92.

Bibliographical list

1. Trade and Development Report 2018: Power, Platforms and Free Trade Delusion. UNCTAD. 2018. P. 133.
2. Ershov M.V., Votjakov S.A. O nekotoryh riskah finansovyh innovacij // Trudy Vol'nogo jekonomicheskogo obshhestva. Tom 210. 2018. S. 82–92.