

ГОРИЗОНТЫ ЭКОНОМИКИ

Научно-аналитический журнал | www.economizdat.ru |

№ 1
2011

Конец Уолл-стрит,
поиск новых моделей
капитализма

О перспективах и рисках
после кризиса

Электронное
правительство

Рыночные отношения
в современной экономике

Роль Балтийского региона
в сотрудничестве Россия-Евросоюз

Страны Балтии:
от обретения независимости
до экономического кризиса

Слово молодым ученым



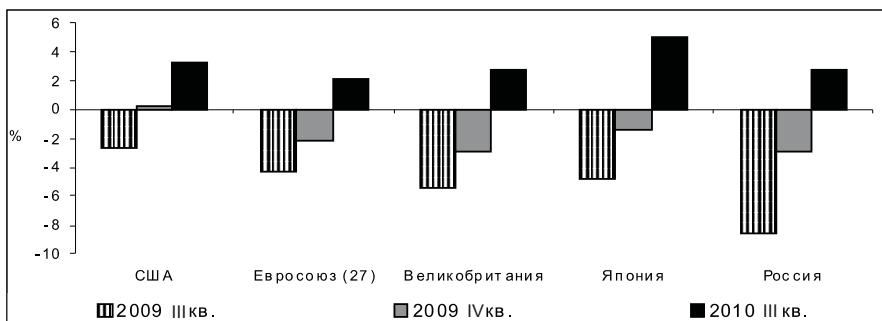
О ПЕРСПЕКТИВАХ И РИСКАХ ПОСЛЕ КРИЗИСА¹



**ЕРШОВ
Михаил
Владимирович**

◆ старший вице-президент Росбанка,
доктор экономических наук

В 2010 г. в ряде стран стало отмечаться некоторое улучшение экономических показателей (рис. 1).



*Рис. 1. Прирост реального ВВП в ряде стран
(к соотв. кварталу предыдущего года, %)*

Источник: ОЭСР, Росстат.

При этом, несмотря на формальные признаки улучшения положения в 2010 г., ситуация не до конца внушает оптимизм. В частности, в тех же США в ноябре 2010 г. было объявлено об очередных антикризисных мерах, реализация которых будет означать новый виток эмиссии доллара и дальнейший рост денежной базы американской валюты к лету 2011 г. (причем более чем на 300% от докризисного уровня) (рис. 2).

Одновременно расширились антикризисные меры во многих странах, что также обусловило более быстрый рост денежной массы относительно ВВП (рис. 3).

Уже сейчас понятно, что избыток долларовой ликвидности и новые планы по ее дальнейшему наращиванию очевидно усиливают дестабилизирующие риски как для стран и рынков, куда эта ликвидность приходит (а затем уходит), формируя новые «пузыри», так и для самого доллара. В условиях свободного движения капиталов это будет повышать вероятность новых региональных кризисов и волатильность как финансовых рынков, так и мировой экономики в целом.

Как справедливо указывалось в международных обзорах, «развитые страны слишком быстро ввели большие ресурсы в развивающиеся государства. Это привело к пузырю активов в ипотеке и на фондовом рынке, а также к удорожанию валют»².

Очевидно, развивающиеся рынками при этом будут предприниматься меры, направленные на ограничение капитальных операций инейтрализацию негативного эффекта спекулятивного притока коротких денег. На такие шаги уже пошли ряд стран (в частности, Бразилия, Ю. Корея и др.) и использование таких подходов может стать более широким.

Очевидно, что в целом предпринимаемые развитыми странами меры усилят риск новых витков роста госдолга в развитых странах (поскольку коммерческий долг часто должен будет трансформироваться в общественный), обостряя для некоторых из них угрозу страновых дефолтов.

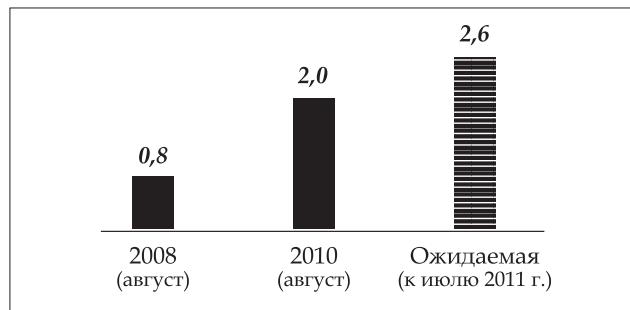


Рис. 2. Денежная база доллара США (трлн долл.)

Источник: US FED.

¹ Статья отражает личное мнение автора. www.ershovm.ru

² Gallagher K.P. «Losing Control: Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements», UN report. No 58. May 2010.

О перспективах и рисках после кризиса

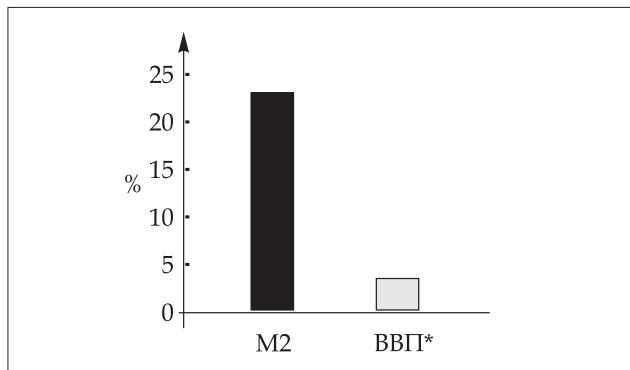


Рис. 3. Прирост денежной массы (M2) и ВВП основных экономик** в 2007–2009 гг. (декабрь к декабрю, %)

* Прирост номинального ВВП

** Еврозона, США, Великобритания, Япония, Китай, Россия

Рассчитано по данным Eurostat, US Fed, BEA, Bank of England, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China, ЦБ РФ, Росстат.

По прогнозам, даже с учетом наметившейся тенденции к восстановлению американской экономики ее дефицит к 2020 г. не вернется к предкризисному уровню.

Столь же настораживающей выглядит оценка перспектив для большинства развитых экономик.

Сохранение дефицитов будет означать и сохранение проблемы их финансирования. Укажем, что в целом проблема дефицитов в одних странах и профицитов в других развивалась во взаимосвязи с соотношением потребления и сбережений в разных странах (табл. 1).

Как следствие, в ряде стран сложился избыток свободных финансовых ресурсов, в то время как другие государства должны были

Таблица 1
Валовые сбережения и инвестиции (% к ВВП)

	Сбережения		Инвестиции	
	2001	2008	2001	2008
Развитые страны	20,0	18,8	20,6	20,4
США	16,4	11,9	19,1	17,5
Великобритания	15,4	15,1	17,4	16,8
Япония	26,9	26,7	24,8	23,5
Германия	19,5	25,7	19,5	19,3
Развивающиеся страны	26,6	36,6	25,1	31,8
Китай	38,4	49,2	36,3	42,6
Индия	23,5	32,5	22,8	34,9
Россия	32,5	31,5	16,8	21,0

Источник: BIS, 2009.

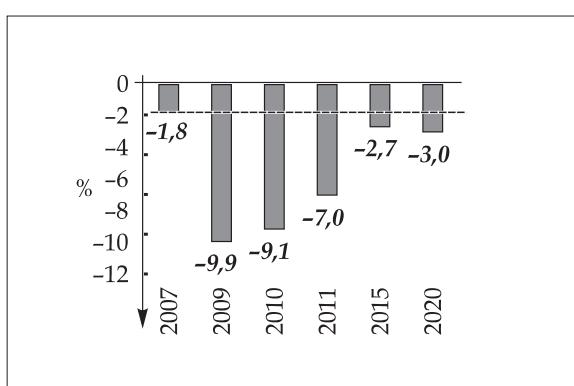
изыскивать пути по привлечению средств, необходимых для финансирования их дефицитов (рис. 5).

Россия находится в числе стран, где уровень сбережений выше, чем уровень накоплений, что потенциально делает ее источником финансовых ресурсов для дефицитных стран (мы знаем, что на практике часть наших финансовых ресурсов, находящихся как в специализированных фондах — стабилизационном и др., так и в золотовалютных резервах), вкладывалась в казначейские облигации США и инструменты других стран, способствуя финансированию их дефицитов (рис. 6).



а) прогноз долга Федерального правительства, сделанный до и после кризиса*

* Прогнозы сделаны в дек. 2007 г. и янв. 2010 г.



б) дефицит федерального бюджета

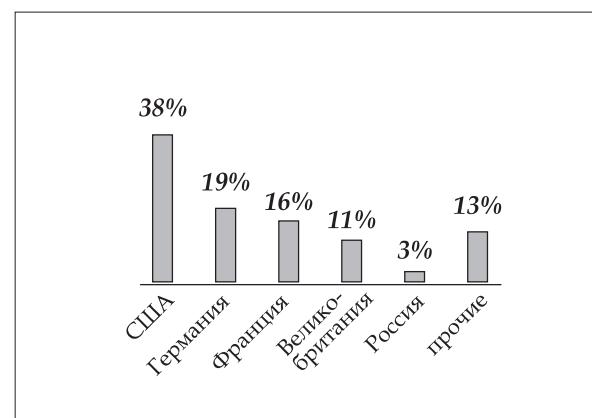
Источник: Hearings in Financial Crisis Inquiry Commission, January 13, 2010; Congressional Budget Office.



Рис. 5. Разница между сбережениями и инвестициями (% к ВВП)

* Иран, Кувейт, Ливия, Оман, Катар, С.Аравия, Йемен.

Построено по данным BIS, 2009.



а) по видам инструментов

б) по странам

Рис. 6. Распределение валютных активов Банка России по инструментам и по странам (на 31.03.2010, %)

Источник: Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. ЦБ РФ, 2010.

О перспективах и рисках после кризиса

Основным должником, как известно, являются США, что делает для них решение проблемы финансирования крайне актуальной.

В целом, переток ресурсов из профицитных стран в дефицитные может явиться фактором, оказывающим понижательное давление на уровень процентных ставок (которые, напомним, там и так низки). В результате будет снижаться доходность финансовых операций, что приведет к необходимости проведения банками более агрессивной политики с целью увеличения прибыли. В условиях, когда доходность невысока, они будут менее критичны относительно качества активов и начнут с большим интересом смотреть на более высокодоходные и одновременно высокорисковые сферы вложения средств. Эта тенденция уже начала отчетливо проявляться в течение 2010 г., когда, во-первых, вновь увеличились эмиссии и спрос на облигации низкого качества («junk bonds»), и, кроме того, сокращаются различия в доходности («спред») между госбумагами и облигациями с высоким риском.

Очевидно, что даже несмотря на регулирующие и ограничительные меры, у банков в мире вновь будет расти кредитное плечо и неоправданно раздуваться их балансы. **Другими словами, вновь начинают воссоздаваться те риски, которые предшествовали последнему кризису.**

Причем это естественно вновь будет носить массовый, системный характер. Как справедливо указывал глава Банка Японии, «большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости повышения доходности операций»¹.

Данные обстоятельства показывают, сколь хрупкой является достигнутая стабилизация и сколь высоки риски мировой экономики и отдельных стран.

Указанные риски осложняют перспективы устойчивого развития в мире и требуют от российских участников адекватной степени готовности, чтобы быть в состоянии противодействовать новым глобальным рискам и обеспечить прочные антикризисные основы укрепления российской экономики в посткризисных условиях. Тем более важно закрепить наметившиеся признаки некоторого улучшения качества экономического роста в России.

Еще до кризиса Всемирным Банком была отмечена динамика постепенной (пусть и медленной) переориентации «двигателей роста», во-первых, **с добывающей сферы на перерабатывающие отрасли и, во-вторых, с факторов внешнего спроса на внутренний спрос**². От себя добавим, что речь по сути шла о намечавшейся тенденции к некоторому улучшению качества роста.

После кризиса — в 2010 г. — вновь был сделан вывод о том, что двигателями экономического роста в России «являются обрабатывающие отрасли и внутренний спрос»³ (рис. 8, табл. 2).

Если впоследствии подобная тенденция сохранится, ее необходимо закрепить и поддерживать всеми имеющимися инструментами

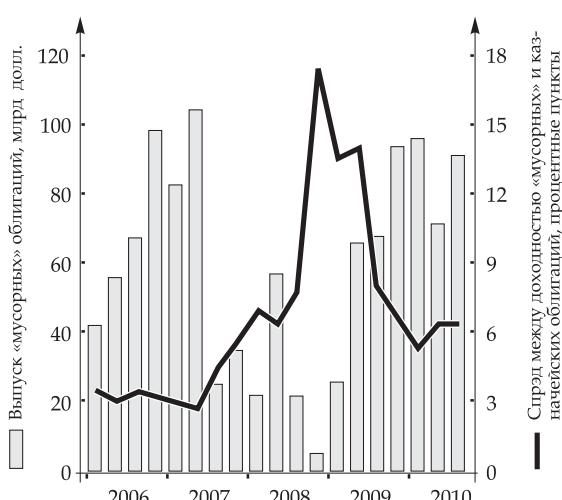


Рис. 7. «Мусорные облигации» в мире

Источник: The economist, 30.09.2010.

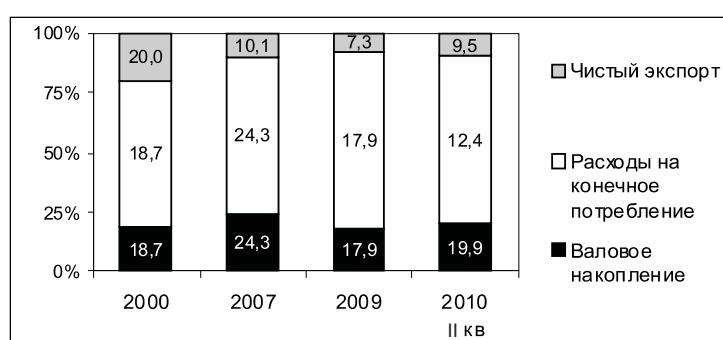


Рис. 8. Структура ВВП по использованию (%)

Рассчитано по данным Росстата.

¹ Shirakawa M. Some thoughts on incentives at micro and macro level for crisis prevention. BIS, Papers No53. June 2009. P. 25–26.

² Всемирный банк. Доклад об экономике России. 2005. Ноябрь. № 11.

³ Всемирный банк. Доклад об экономике России. 2010. Ноябрь. № 23. С. 5.

Т а б л и ц а 2

**Вклад отдельных отраслей
в реальный прирост/падение ВВП (%)**

	II кв. 2010
Торгуемые сектора	55,2
В том числе:	
обрабатывающие производства	45,8
Неторгуемые сектора	28,9
В том числе:	
оптовая и розничная торговля	11,6
транспорт и связь	16,3
Прочие	15,9

Рассчитано по данным Росстата и Всемирного банка.

экономической политики. Это позволит российской экономике начать постепенно отходить от своей «экспортносырьевой» ориентации и развиваться на более прогрессивной основе с повышением роли обрабатывающих производств.

Регуляторы и участники рынка должны с большим вниманием отнестись к новым тенденциям и особенностям посткризисного роста, чтобы уменьшить воздействие внутренних и внешних рисков и расширить предпосылки для будущего развития.

Подробнее эти проблемы рассматриваются на сайте www.ershovm.ru. Кроме того, их анализу посвящена новая книга **М. Ершова «Мировой финансовый кризис. Что дальше?»**, которая выходит в издательстве «Экономика» в феврале-марте 2011 г.¹

¹ Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011.