



ЕРШОВ Михаил Владимирович

Доктор экономических наук, профессор, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов

Финансовый университет при Правительстве РФ
125993, РФ, г. Москва,
Ленинградский пр., 49
Тел.: (495) 787-74-52
E-mail: lupandina@fief.ru

Ключевые слова

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС
ФОНДОВЫЙ РЫНОК
ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА
ДЕНЕЖНАЯ БАЗА
ДЕНЕЖНАЯ ЭМИССИЯ

Аннотация

В статье анализируются риски мировой финансовой системы, делается вывод, что рост экономик ведущих стран может быть затруднен повышением неустойчивости глобальных финансовых рынков. Среди ключевых факторов риска – перегрев на мировых фондовых рынках, что подтверждается различными финансовыми индикаторами. Анализ ситуации в России, приведенный в статье, показывает, что процентные ставки довольно высоки, что затрудняет экономический рост. Политика денежных регуляторов по-прежнему основывается на внешних источниках фондирования экономики. Такой подход на фоне глобальной дестабилизации или в случае расширения санкций против РФ, которое ожидается в ближайшее время, может еще больше затормозить развитие российской экономики. В этой связи обосновывается целесообразность применения механизма денежной эмиссии, базирующейся на национальных приоритетах роста и внутренних источниках его фондирования.

JEL classification

G15, G18, G01

2018: восстановление экономики в мире и в РФ – всерьез и надолго?

ВВЕДЕНИЕ

После провала и длительного замедления мировой экономики она начала демонстрировать более устойчивое восстановление. При этом, однако, отмечаются и нарастающие риски, связанные как с ростом «пузырей» на финансовом рынке, так и со значительными объемами производных инструментов (деривативов), а также вновь возникающий интерес к высокодоходным активам низкого качества. Все это по праву вызывает вопросы о том, насколько устойчив может быть такой рост и не будет ли он нарушен теми рисками, которые становятся все более отчетливыми.

ПРИЗНАКИ РОСТА И НОВЫЕ РИСКИ

В 2017 г. мировая экономика продолжила демонстрировать экономический рост [1]. Впервые после глобального финансового кризиса, по оценкам Мирового банка, в мировой экономике уменьшился существовавший разрыв между потенциальным и фактическим объемами выпуска¹ (рис. 1).

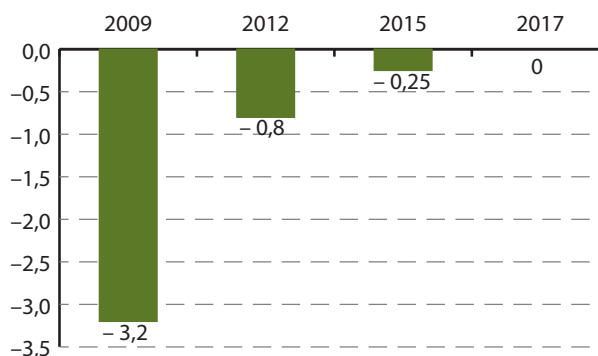


Рис. 1. Мир: производственный разрыв, % от потенциального ВВП

Источник: World Bank. Global Economic Prospects, January 2018.

Международные организации пересмотрели свои прогнозы по росту мировой экономики на ближайшие годы в сторону его ускорения: в 2018 г. по оценкам МВФ ожидается рост на 3,7%, по оценкам Мирового банка на 3,1%² (предыдущие прогнозы – 3,5 и 2,9% соответственно).

Однако при кажущемся благополучии мировой экономики, по оценкам ОЭСР, сейчас уровень риска не меньше, чем до кризиса 2007–2009 гг. На финансовых рынках в среднесрочном плане растет неустойчивость, утверждает МВФ. Причем риски перекидываются на небанковский финансовый сектор³. По мнению бывшего министра финансов США Л. Саммерса⁴, сейчас банки на Wall Street имеют не меньшие риски, чем до кризиса 2008 г.

Действительно, восстановление экономики сопровождается тем, что, в частности, фондовые индексы на развитых рынках достигают новых пиков. Так, в истории индекса S&P500 за последние 90 лет наблюдается самый длинный по продолжительности и по масштабам рост⁵ (см. таблицу), что естественно усиливает риск коррекции.

Коррекция становится тем более возможной, что указанный рост не подкрепляется ни соответствующей динамикой ВВП, ни улучшением показателей корпоративного сектора в целом (рис. 2, а). Более того, задолженность американских нефинансовых

¹ World Bank. Global Economic Prospects, January 2018.

² МВФ – прогноз от октября 2017 г., Мировой банк – от января 2018 г. При этом методология расчетов этих организаций различается.

³ IMF. Global Financial Stability Report. Oct. 2017. P. 3.

⁴ Министр финансов США в 1999–2001 гг.

⁵ Без корректировки вниз на 3%.

2018: Economic Recovery in the World and the Russian Federation – For the Long Haul?

► **Mikhail V. ERSHOV**
Dr. Sc. (Econ.), Professor, Director
of Financial Research of the Institute
for Energy and Finance

**Financial University
under the Government
of the Russian Federation**
125993, RF, Moscow,
Leningradskiy Ave., 49
Phone: (495) 787-74-52
E-mail: lupandina@fief.ru

S&P500: пять самых продолжительных периодов роста с 1928 г.
(без 3% корректировки)

№ п/п	Количество торговых дней	Дата начала	Дата окончания	Рост индекса, %
1	241	07.11.2016	15.01.2018	33,6
2	241	26.01.1995	13.12.1995	32,7*
3	73	29.04.1997	11.08.1997	21,2
4	73	21.08.1928	05.12.1928	20,4
5	105	27.01.1983	27.06.1983	19,0

* После указанного периода, в частности, наблюдалась коррекция индекса на 3,7%.

Источник: по данным Bloomberg.

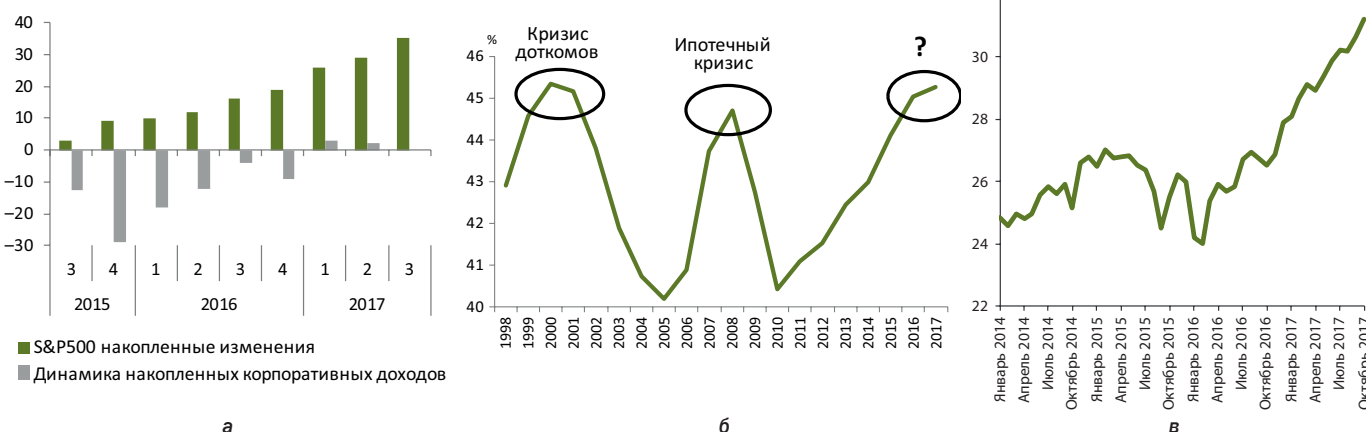
корпораций достигла тех максимумов, которые были характерны для уровней, предшествовавших кризисным провалам в прошлом (рис. 2, б). Аналогичные показатели, характеризующие развитие фондового рынка (рис. 2, в), также достигли своих очередных пиков.

С учетом этих и иных рисков китайское кредитное агентство Дагонг в январе 2018 г. снизило американский суверенный рейтинг с А– до В+, указывая на проблемы американского федерального правительства с точки зрения обеспечения источников по обслуживанию своего долга. По мнению агентства, ухудшение кредитоспособности американского федерального правительства может быть детонатором следующего финансового кризиса.

При этом отмечается и очевидный перегрев рынка, и его более рискориентированная структура вложений, что вновь создает угрозу падений, на которую все чаще указывают эксперты. Очевидно, чем более неоправдан рост рынка, тем масштабнее будет его коррекция. Последний кризис был тому наглядным подтверждением (рис. 3).

Низкая волатильность (рис. 4) и низкая доходность провоцируют вложения в высокорисковые активы с повышенной доходностью (рис. 5). ФРС справедливо отмечает, что это может способствовать росту рисков финансовой стабильности¹.

¹ Minutes of the Federal Open Market Committee. 13–14 июля 2017 г.



а

б

в

Рис. 2. Ряд показателей американской экономики и фондового рынка, свидетельствующих о перегреве:
а – динамика S&P500 и накопленных доходов, %; б – США: объем задолженности нефинансовых корпораций к ВВП, за 1998 – 2-й кв. 2017 г., %;
в – S&P500 CAPE

Источники: по данным ФРС США.

Keywords

FINANCIAL CRISIS
STOCK MARKET
INTEREST RATE
MONETARY BASE
MONEY CREATION

Abstract

The paper analyses the risks of the global financial system and concludes that worsening sustainability in financial markets can impede the growth of the leading economies. Excesses in the global stock market are among the core risk factors. The analysis of the situation in Russia conducted in the paper reveals that interest rates are quite high, which hampers economic growth. The policy of monetary regulators is still based on external sources of funding the economy. Against a background of global unrest and more sanctions against Russia coming, such an approach can retard the development of the Russian economy even further. In this regard, the author justifies the relevance of using the money creation mechanism on the basis of national growth priorities and internal sources of its funding.

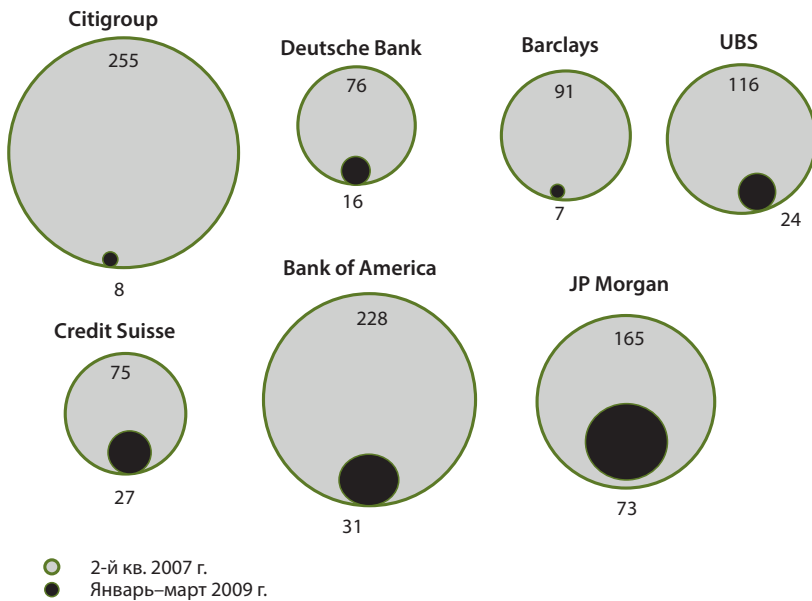


Рис. 3. Рыночная капитализация американского фондового рынка, млрд дол.

Источник: [2].

О НЕКОТОРЫХ РОССИЙСКИХ ОСОБЕННОСТЯХ

Российский регулятор неоднократно снижал ключевую ставку, которая достигла 7,75% в декабре 2017 г., что также ведет к снижению доходности. При этом, после объявления регулятором снижении ключевой ставки курс рубля укреплялся, что свидетельствует о том, что рынок воспринимает снижение ставки как фактор, который создает благоприятные условия для экономического роста и, соответственно, необходимости его финансирования, повышая в результате спрос на рубль.

При этом сокращение процентных ставок не привело к росту инфляции, как этого часто опасались. Более того, с 2016 г. рост цен стал заметно замедляться. К ожидаемому росту цен не привело и ускорение роста денежного предложения (M2), которое наблюдается с конца 2015 г. (рис. 6).

Необходимо указать, однако, что процентные ставки по кредитам для нефинансовых организаций остаются на уровне выше, чем рентабельность большинства отраслей обрабатывающей промышленности (рис. 7, 8). Это является важным фактором низкого спроса на кредиты, ведет к стагнации банковского кредитования и монетизации в целом, одновременно тормозя экономический рост. Более того, большая доступность кредитов для добывающих отраслей способствует усилению перекосов в экономике в сторону сырьевой ориентации.

Даже несмотря на то что процентные ставки снижаются, доходность по операциям кэри-трейд остается в России одной из самых высоких среди стран с развивающимися рынками (рис. 9). Это касается и ОФЗ, чья высокая доходность, которая отмечается при относительной предсказуемости валютного курса, де-

лает вложения в эти бумаги привлекательными. По данным Bloomberg, с начала года спекулянты заработали на сделках carry trade с валютами развивающихся стран порядка 10%.

Это усиливает спекулятивный характер российского рынка. Возможное введение новых санкций против РФ также будет способствовать росту роли краткосрочных инвесторов, повышая волатильность на российском финансовом рынке. Предлагаемые в новой редакции денежно-кредитные подходы РФ, опирающиеся на внешние источники в формировании денежной базы рубля, будут также сохранять зависимость российского рынка от мировой конъюнктуры внешних рынков. Все эти факторы ухудшают экономические условия, повышают риски и затрудняют ведение бизнеса в России.

Учитывая, что санкции против России сохраняются и не исключено их дальнейшее расширение, снижение процентных ставок и в целом создание более благоприятных условий ведения бизнеса в стране крайне важно для увеличения деловой активности и выравнивания условий конкуренции с другими странами (где ставки значительно ниже, а объемы и длина предоставляемых ресурсов экономике гораздо масштабнее).

О МЕХАНИЗМАХ ДЕНЕЖНОЙ ЭМИССИИ

Внешняя дестабилизация может отразиться и на формировании механизмов денежного предложения рубля. В настоящее время мы имеем дело с ситуацией, унаследованной из 1990-х годов, когда решающая часть денежного предложения формировалась на основе притока валюты (поступающей как по каналам внешней торговли, так и вслед-

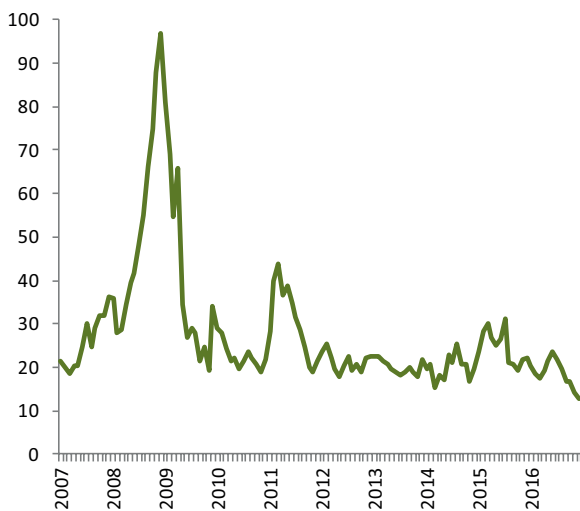


Рис. 4. Волатильность американского фондового рынка

Источник: BoA Merrill Lynch Global Research, Bloomberg.

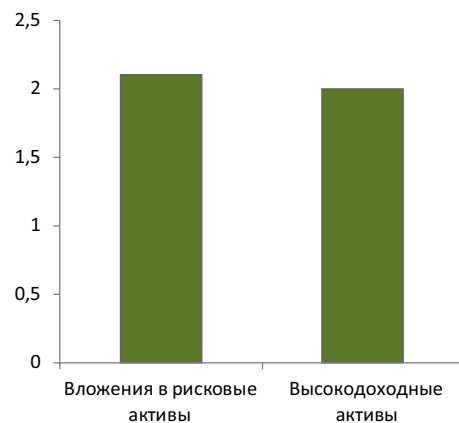


Рис. 5. Изменения предпочтений инвесторов по рискам с апреля 2017 г.

Источник: IMF. Financial Stability Report. Oct. 2017. P. 3.

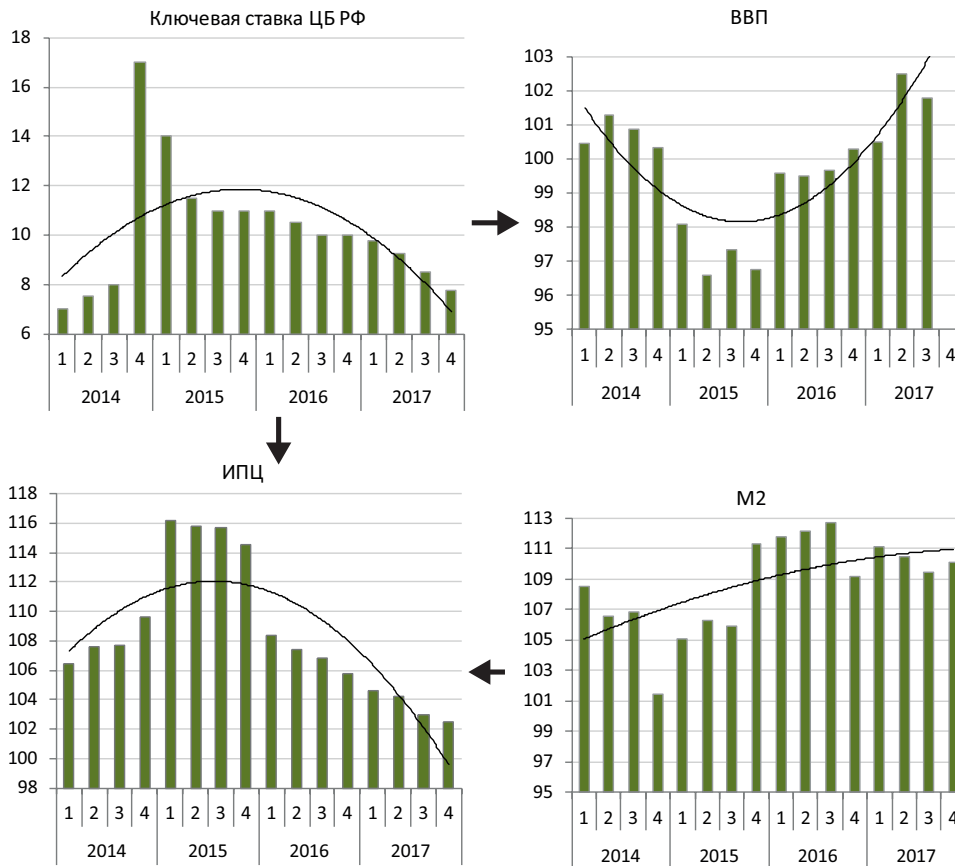


Рис. 6. Взаимосвязь ключевой ставки ЦБ РФ, ИПЦ, ВВП и денежной массы*, %

* Ключевая ставка – на конец года; ВВП – реальный ВВП рост г/г; M2 – рост в текущих ценах. г/г, за 4-й кв. 2017 г. приведены данные на 1 декабря 2017 г.

Источник: Росстат, ЦБ РФ.

стве привлечения внешних займов). Такой механизм денежного предложения в России, по сути, отводит центральное место в формировании финансовых ресурсов и в обеспечении экономического подъема экспортным отраслям. При этом очевидно, что ухудшение положения в мировых финансах (в том числе падение цен на нефть, ужесточение санкций и др.) может существенно ухудшить функционирование данного денежного канала.

В этой связи необходимо создание более устойчивых источников формирования денежного предложения, в первую очередь на основе приоритетов национального развития по примеру наиболее развитых финансовых систем, где, напомним, на госбумаги приходится 85–95% всей эмиссии (денежной базы) национальной валюты. Иначе говоря, весь объем денег, который существует в их экономиках в настоящее время, изна-

чально в решающей степени был создан под бюджетные приоритеты. В результате существенно расширяются возможности решения бюджетных проблем, создаются новые очаги роста, а формирование ликвидности привязывается к задачам структурной политики.

При этом прирост денежной базы рубля в 2018–2020 гг. ЦБ РФ планирует и дальше обеспечивать в большой мере за счет роста международных резервов

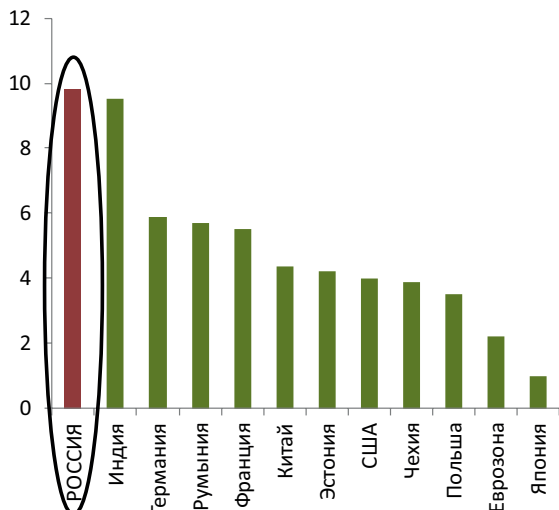


Рис. 7. Номинальные банковские процентные ставки для нефинансового сектора в ряде стран, 2017 г., %

Источник: центральные банки соответствующих стран.

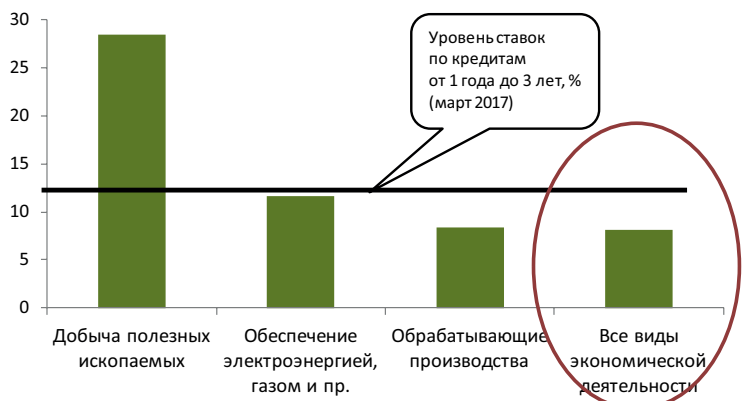


Рис. 8. РФ: процентная ставка по кредитам и рентабельность отдельных отраслей, 1-й кв. 2017 г., %

Источник: Росстат.



Рис. 9. Доходность операций кэри-трейд в странах с развивающимися рынками, %

Источник: Аналитический центр при Правительстве РФ.

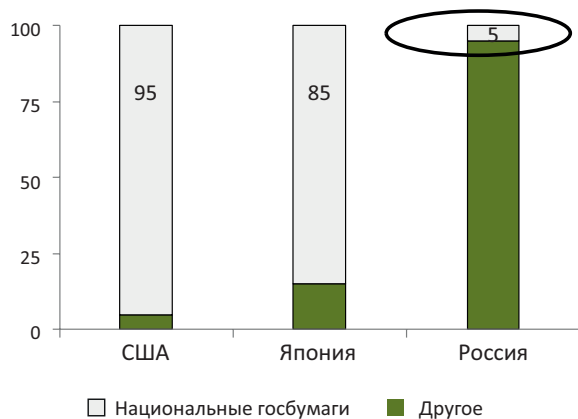


Рис. 11. Доля национальных госбумаг в денежной эмиссии национальных валют соответствующих стран, 2016 г., %

Источник: по данным центральных банков соответствующих стран.

и сокращения (а не роста) чистых внутренних активов (рис. 10). Предполагается уменьшение прироста валового кредита банкам при одновременном увеличении объема средств коммерческих банков на депозитах в ЦБ и в других инструментах регулятора, т.е. речь идет о фактическом изъятии средств из экономики.

Для недопущения негативного влияния на российскую экономику со стороны зарубежных источников финансовых ресурсов важно обеспечить приоритетную роль внутренних источников монетизации.

В этой связи целесообразно провести последовательное замещение иностранных заимствований контролируемых государством банков и корпораций внутренними источниками кредита. Для этого представляется актуальным расширение механизмов и инструментов финансирования экономики со стороны ЦБ РФ и Минфина РФ.

По примеру развитых стран монетарным властям целесообразно делать упор на формирование длинных ресурсов, основанных на использовании целевых государственных бумаг (в том числе связанных с финансированием долгосрочных инвестиционных проектов), которые дополняются инструментами среднесрочного финансирования. Это будет способствовать созданию мощной основы длинных ресурсов в экономике и снижению процентных ставок.

Такие механизмы в первую очередь предполагают размещение госбумаг на внутреннем рынке с участием своего ЦБ в качестве покупателя этих бумаг, как это происходит в самых зрелых экономиках мира, например в США и в Японии, где, повторим, эмиссия их национальных валют в основном осуществляется в результате покупки их центральными банками своих госбумаг (рис. 11).

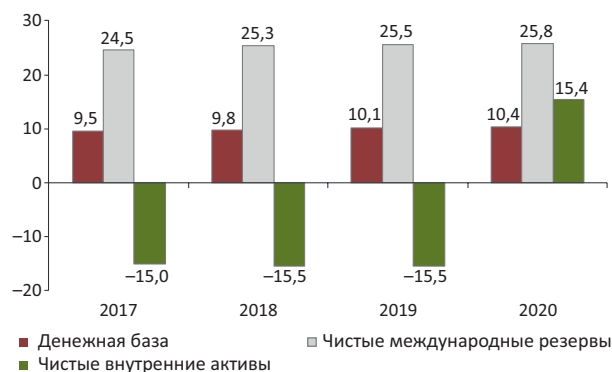


Рис. 10. Формирование прироста денежной базы рубля, трлн р.

Источник: ЦБ РФ. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 г. и период 2019–2020 гг. Ноябрь 2017.



Рис. 12. США: рост отдельных финансовых показателей, 1986–2017 гг., разы

* По финансовым корпорациям, данные за 1986–2015 гг.

** Данные за 3-й кв. 2017 г.

Источник: по данным РФ США, US BEA.

Центральные банки этих стран покупают госбумаги, выпущенные своим минфином. Одновременно ЦБ осуществляет целевую эмиссию (на ипотеку, на малый бизнес, на региональные программы и др.). Причем, как правило, это длинная и сверхдлинная эмиссия на 30–40 лет (в США даже не исключают возможность эмиссии сроком до 100 лет). При этом купленные ЦБ бумаги хранятся у него в течение всего срока, а не поступают на рынок и не оттягивают оттуда деньги.

Подчеркнем, что незначительная роль, которую играют в настоящее время российские госбумаги в формировании рублевой финансовой системы (менее 5% накопленной рублевой эмиссии ЦБ РФ), указывает на сохраняющийся высокий уровень зависимости РФ от мировой конъюнктуры и мировых источников финансовых ресурсов и показывает большие неиспользуемые возможности российской финансовой системы для

формирования ее прочных национальных основ.

Также низкая доля российских госбумаг в денежной базе говорит не только о том, что у нас не используются механизмы монетизации на основе бюджетных приоритетов, но также и о том, что российский регулятор, по сути, постоянно осуществляет интервенции в поддержку доллара, т.е. покупает иностранную валюту, формируя в результате эмиссию рубля. (Таким образом, вся монетизация опирается на приток валюты.) Не будь этого канала монетизации, рубль стал бы гораздо более дорогой валютой, так как притекающая в страну инвалюта в этом случае покупалась бы рынком без участия ЦБ, что оказывало бы укрепляющее влияние на российский рубль.

Эти тенденции еще более явно будут проявляться в 2018 г., когда Минфин РФ планирует покупать валюту на сумму около 2 трлн р. (вопреки заявлениям регуляторов о своем невмешательстве в курсообразование).

КРИПТОВАЛЮТЫ: НОВЫЕ УГРОЗЫ ИЛИ ВОЗМОЖНОСТИ?

Еще одним фактором, который может либо способствовать ускорению роста, либо нарушить его развитие, являются новые инструменты – криптовалюты.

В конце 2017 г. криптовалюты и в особенности биткоин (на который приходится 40% всего рынка криптовалют) привлекали к себе повышенное внимание финансового сообщества. На Чикагской товарной бирже (CME Group Inc) 17 декабря начались торги фьючерсами на биткоины, что является свидетельством выхода криптовалют на новые уровни.

При этом курс биткоина отличается высокой волатильностью – колебания курса могут ежедневно достигать 20% от предыдущего значения. В начале декабря курс биткоина составил 15 тыс. дол., после обвала к концу месяца его курс

составил уже более 20 тыс. дол. Общая капитализация рынка превысила 330 млрд дол. Рынок биткоинов отличается также высокой концентрацией. По оценкам, около 40% рынка биткоинов принадлежит всего одной тысяче участников рынка, что делает его высоко управляемым.

При этом сам рынок биткоинов уже почти достигает тех максимумов, которые отмечались в истории экономических провалов рынка в прошлом. Из многих известных пузырей последних 300 лет это второй по уровню подъема (пока лидерство сохраняет пузырь, связанный с тюльпаноманией в 1619–1622 гг.).

Столь высокая волатильность курсов криптовалют снижает их привлекательность как инструмента для инвестиций. Несмотря на это, хотя на текущем этапе основная часть сделок совершается во внебанковском поле, банки все более пристально присматриваются к новым инструментам.

В целом регулирование криптовалют, которое уже начинает вводиться в разных странах, будет способствовать росту их привлекательности для финансовых институтов. Но при этом вполне возможно, что ряд центральных банков запретит использование криптовалют.

Более того, до конца не ясно, является ли столь бурный рост нового инструмента следствием «естественного» развития процессов в валютной сфере или, напротив, как порой высказываются предположения, некой «специальной» соответствующих компетентных органов, в частности из США. Целью таких действий может быть, например, создание мощного и хорошо контролируемого сегмента рынка, который при необходимости может явиться эффективным механизмом манипуляции в финансовой сфере, а если нужно, и ее дестабилизации в целом, вплоть до провоцирования

кризиса. Последнее, в свою очередь, может быть важным рычагом приведения в соответствие тех возникающих пузырей и накопившихся дисбалансов в валютной сфере, в основе которых были процессы, приведшие к краху Бреттон-Вудской системы (из-за необеспеченного долларового пузыря), на который потом наложились все последующие эмиссионные программы ведущих центров, что сформировало большой навес ликвидности (рис. 12). Все это через шоковые переломы может вернуть мировой экономике более нормальные контуры функционирования [2].

Пока это лишь гипотезы, но их необходимо иметь в виду и быть готовыми к различным вариантам развития событий. В любом случае российская экономика должна формировать прочные внутренние основы, которые обеспечили бы ей нормальные условия функционирования даже на фоне кризисных процессов в мире [3]. В такой ситуации необходимо, чтобы на первый план выходила политика по созданию устойчивых национальных основ развития.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Нормализация экономического положения в мире и во многих странах одновременно сопровождается усилением новых рисков – сохранением политической напряженности, перегревом мирового фондового рынка, интенсивным ростом новых сегментов с высокой волатильностью.

Все это отмечается в условиях ужесточения подходов глобальных регуляторов – повышения процентных ставок, сокращения программ количественного смягчения. Поэтому необходимо еще раз оценить, насколько устойчивым будет такой рост и будет ли он в состоянии дать мировой экономике толчок для долгосрочного развития. Будущее покажет. ■

Библиографическая ссылка: Ершов М.В. 2018: восстановление экономики в мире и в РФ – всерьез и надолго? // Управленец. 2018. Т. 9. №2. С. 6–11. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-2-2.

For citation: Yershov M.V. 2018: Economic Recovery in the World and the Russian Federation – For the Long Haul? *Upravlenets – The Manager*, 2018, vol. 9, no. 2, pp. 6–11. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-2-2.

Источники

1. Ершов М.В. Россия и мир: насколько устойчив экономический рост? Риски и препятствия // Вопросы экономики. 2017. №12. С. 63–80.
2. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011.
3. Ершов М.В. Механизмы роста российской экономики в условиях обострения финансовых проблем в мире // Вопросы экономики. 2016. №12. С. 5–25.

References

1. Ershov M.V. Rossiya i mir: naskol'ko ustoychiv ekonomicheskij rost? Riski i prepyatstviya [Russia and the world: How sustainable is economic growth? Risks and barriers]. *Voprosy ekonomiki – Issues of Economy*, 2017, no. 12, pp. 63–80.
2. Ershov M.V. *Mirovoy finansovyy krizis. Chto dal'she?* [Global financial crisis. What now?]. Moscow: Ekonomika Publ., 2011.
3. Ershov M.V. Mekhanizmy rosta rossiyskoy ekonomiki v usloviyakh obostreniya finansovykh problem v mire [On the mechanisms of growth of the Russian economy under conditions of worsening financial problems in the world]. *Voprosy ekonomiki – Issues of Economy*, 2016, no. 12, pp. 5–25.