

НАЦИОНАЛЬНАЯ
АКАДЕМИЯ НАУК УКРАИНЫ
ГОСУДАРСТВЕННОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
“ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ И ПРОГНОЗИРОВАНИЯ
НАЦИОНАЛЬНОЙ АКАДЕМИИ НАУК УКРАИНЫ”

МОНЕТАРНАЯ
ВЛАСТЬ
В СОВРЕМЕННОМ
МИРЕ.
КТО
БРОСИТ ВЫЗОВ
ДОЛЛАРУ?

Под редакцией
В.П. ВИШНЕВСКОГО, Н.М. ШЕЛУДЬКО

УДК 336.74(100)

М77

doi: <https://doi.org/10.15407/akademperiodyka.345.200>

Авторы:

В.П. ВИШНЕВСКИЙ, Е.Н. ВИШНЕВСКАЯ,
А.В. МАТЮШИН, Н.М. ШЕЛУДЬКО

**Монография подготовлена по материалам НИР
«Монетарный механизм развития экономики Украины
в условиях глобальной финансовой нестабильности», выполненной ГУ «Институт экономики
и прогнозирования НАН Украины» в рамках фундаментальной тематики НАН Украины**

*Утверждено к печати решением Ученого совета
ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины»
от 7 декабря 2015 г. № 91, протокол № 11*

*Издание осуществлено на средства Целевой комплексной программы
«Создание и развитие научно-издательского комплекса НАН Украины»*

М77 **Монетарная власть в современном мире. Кто бросит вызов
доллару? : монография / Вишневский В.П., Вишневская Е.Н.,
Матюшин А.В., Шелудько Н.М. ; под ред. В.П. Вишневецкого и
Н.М. Шелудько ; ГУ «Институт экономики и прогнозирова-
ния НАН Украины». — Киев : Академперіодика, 2017. — 200 с.
ISBN 978-966-360-345-2**

Исследованы теоретические и прикладные аспекты трансформации монетарных механизмов развитых стран (США и ЕС) и крупных эмерджентных экономик (Китая и России) в условиях глобальной финансовой нестабильности. Большое внимание уделено анализу использования инструментария денежно-кредитной политики в целях стимулирования экономического роста после мирового финансово-экономического кризиса.

Для научных сотрудников, преподавателей, аспирантов, всех, кто интересуется проблемами монетарной политики и геоэкономики.

УДК 336.74(100)

ISBN 978-966-360-345-2

© ГУ «Институт экономики
и прогнозирования НАН Украины», 2017
© Академперіодика, оформленіе, 2017

ВВЕДЕНИЕ

Масштабы противоречий в глобализированном мире, связанных с ускоренным ростом населения в условиях ограниченности жизненно важных ресурсов и обострения экологических угроз, а также нарастающего разрыва между темпами роста производства и денежной массы, формируют ситуацию «новой нормальности», которая характеризуется глобальной финансовой нестабильностью и обострением борьбы валют.

В современном мире существует несколько влиятельных центров, которые генерируют потоки денег и ликвидности разных мощности и качества. В монографии рассмотрены не все из них, а только те, которые представляют наибольший интерес с позиций экономической диагностики «новой финансовой нормальности». Это лидеры мирового Запада — США и ЕС, а также влиятельные эмерджентные экономики — Китай (страна с наибольшим в мире населением) и Россия (страна с наибольшей территорией в мире).

Последние оценки МВФ свидетельствуют, что финансовые риски в среднесрочной перспективе не только не ослабевают, но и усиливаются, что в комплексе с обострением политических процессов делает страны мира и рынки более уязвимыми по отношению к шокам и усиливает опасность постепенного скатывания в экономическую и финансовую стагнацию¹. Более того, ситуация может усугубиться в свете последних событий, связанных с обвинениями ряда ведущих стран мира в использовании национальных валют для достижения односторонних торговых преимуществ².

¹ МВФ. (2016). Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности: Аналитическое резюме. — Международный валютный фонд, 26 сентября.

² Jones C. (2017). Trump's top trade adviser accuses Germany of currency exploitation // Financial Times. [online] Available at: <https://www.ft.com/content/57f104d2-e742-11e6-893c-082c54a7f539> [Accessed 8 Mar. 2017].

Для обоснования возможных путей решения этого сложного комплекса проблем необходимы дальнейшие специальные исследования различных аспектов феномена «новой финансовой нормальности». С этой целью в монографии представлен анализ истоков, вызовов и рисков, связанных с глобальной финансовой нестабильностью и борьбой национальных валют, направленный на улучшение понимания новейших трансформаций, происходящих в этой сфере, и определение перспектив развития мировой финансовой системы.

Монография состоит из шести глав, в которых последовательно раскрыты проблемы глобальной финансовой нестабильности как «новой нормальности» современного мира, особенности монетарных механизмов в экономиках США, ЕС, Китая и России, действующих в условиях этой нормальности, а также нынешняя расстановка сил и перспективы монетарных центров мира. При этом выполненный анализ затрагивает не только денежно-кредитные аспекты рассматриваемой проблематики, но также ее экономический и институциональный контекст, в том числе фундаментальные цивилизационные и геополитические факторы, во многом определяющие специфику функционирования и стратегические направления эволюции монетарных механизмов отдельных государств.

Эффективность действия монетарных механизмов национальных экономик раскрыта через анализ динамики процентных ставок (ключевых, депозитных и кредитных), процессов кредитования и оценки их влияния на фондовый рынок, а также на реальные процессы на рынке труда и в экономике в целом (на экономический рост).

В заключение представлены основные результаты проведенного анализа и очерчены контуры новой мультиполярной финансовой архитектуры.

ГЛОБАЛЬНАЯ ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ КАК «НОВАЯ НОРМАЛЬНОСТЬ» СОВРЕМЕННОГО МИРА

В последние годы хронический характер глобальной финансовой нестабильности становится все очевиднее. Если во время Скандинавского финансового кризиса в начале 1990-х она была воспринята как случайность, затем, когда в 1997—1998 гг. разразился финансовый кризис в Азии, — как симптом, то во время мирового кризиса 2007—2008 гг. — уже была оценена как закономерность, формирующая «новую финансовую нормальность», и как самый серьезный вызов со времен Великой депрессии, послуживший толчком к глобальной рецессии.

В условиях медленного роста мировой экономики (2,3 % в 2016 г.) высокие темпы наращивания финансовых активов в США, ЕС и Японии, а также в ряде развивающихся стран (прежде всего в Китае) чреваты очередными финансовыми потрясениями. Эксперты McKinsey & Company отмечают: «Через семь лет после того, как схлопывание глобального кредитного пузыря привело к наихудшему финансовому кризису со времен Великой депрессии, задолженность продолжает расти. Вместо уменьшения задолженности или сокращения доли заемных средств все крупнейшие экономики сегодня имеют более высокий уровень заимствований по отношению к ВВП, чем это было в 2007 г. Глобальный долг в эти годы вырос на 57 трлн дол., повысив соотношение долга к ВВП на 17 п. п. Это создает новые риски для финансовой стабильности и может подорвать глобальный экономический рост»¹.

Синергетическая природа глобальной финансовой нестабильности и периодически повторяющиеся финансовые кри-

¹ Dobbs R., Lund S., Woetzel J., Mutafchieva M. (2015). Debt and (not much) deleveraging. Report McKinsey Global Institute. [online] Available at: <http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging> [Accessed 8 Feb. 2017].

зисы — имманентные свойства современного мира на данном этапе его развития, определяемые рядом фундаментальных факторов.

Первый фактор — популяционный. Ограничения в развитии человечества как популяции и исчерпание природных ресурсов, необходимых для ее устойчивого воспроизводства, обнаруженные еще Римским клубом², проявляются все жестче. Планета не выдерживает высоких темпов роста населения, поскольку глобальный экологический след человечества превышает биологическую емкость Земли³. Его оптимальная численность, по-видимому, превышена⁴. Уже не хватает (и в ближайшие десятилетия этот дефицит обострится в т.ч. по причине глобального потепления) самых главных, помимо воздуха, ресурсов для жизни — воды и продуктов питания⁵. Ситуация усугубляется тем, что на планете доходы и ресурсы распределены крайне неравномерно: на приблизительно 80 % ее населения приходится только 6 % мирового богатства, заработная плата по темпам роста отстает от производительности, а доля труда в доходах снижается⁶. Это приводит к обострению борьбы (нередко вооруженной) за природные ресурсы, последствия которой можно увидеть в ряде регионов мира.

Второй фактор — цивилизационный. Он обусловлен в т.ч. неравномерностью глобальной демографической динамики. К 2050 г. население Земли может увеличиться в 1,3 раза и составить 9,7 млрд чел. При этом, как ожидается, численность жителей Европы сократится приблизительно на 4 %, зато население Африки вырастет более чем в 2 раза, а Азии — на 1/6⁷. Это свидетельствует о том, что потенциал Западной цивилизации уменьшается, а не-Западных — Синской, Индуистской, Исламской⁸ — увеличивается. Причем это касается не только численности населения, но и глобального индекса могущества, включающего также размеры ВВП, расходы на оборону и технологии⁹. Вэтих условиях столкновение цивилизаций, которое предсказывал С. Хантингтон, по-видимому, становится неизбежным. Его формы могут быть мирными (партнер-

² Meadows D.H., Meadows D.L., Randers J. and Behrens W. (1972). Limits to Growth. — New York: New American Library.

³ UNDP. (2014). Human Development Report 2014. Sustaining Human Progress: Reducing Vulnerabilities and Building Resilience. — New York: United Nations Development Programme, p. 45.

⁴ Данилов-Данильян В., Рейф И. (2014). Экологический след современного человека и глобальные угрозы с ним связанные // Наука и жизнь, № 12, с. 3–12.

⁵ Unwater.org. (2015). 2013. — United Nations International Year of Water Cooperation: Facts and Figures. [online] Available at: <http://www.unwater.org/water-cooperation-2013/water-cooperation/facts-and-figures/en/> [Accessed 9 Feb. 2017].

⁶ ПРООН. (2015). Доклад о человеческом развитии 2015. Труд во имя человеческого развития. Резюме / пер. с англ. «ВесьМир». — New York: United Nations Development Programme, с. 5.

⁷ United Nations, Department of Economic and Social Affairs. Population Division. (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision. Volume I: Comprehensive Tables (ST/ESA/SER.A/379). — New York: United Nations, pp. 2–3.

⁸ Хантингтон С. (2003). Столкновение цивилизаций / пер. с англ. Т. Велимеева, Ю. Новикова. — М.: ООО «Издательство АСТ», с. 46–60.

⁹ National Intelligence Council. (2012). Global Trends 2030: Alternative Worlds. — NIC, USA, p. 17.

скими), но могут и приобрести агрессивный характер. В свое время доминировавшая Западная цивилизация не особо церемонилась с более слабыми соперниками¹⁰ и теперь, когда обстоятельства меняются, может получить (а иногда и уже получает) жесткий ответ¹¹.

Третий фактор — технологический. Он связан с длинными волнами в развитии мировой экономики и со сменой доминирующих технологических укладов (или более широко — техноэкономических парадигм¹²), в данном случае — с переходом к ориентированному на потребителя производству на основе киберфизических систем и со слиянием прорывных технологий, размывающих границы между физическими, цифровыми и биологическими сферами¹³. Начальная фаза таких периодов крупных технологических сдвигов, обычно занимающих несколько десятилетий, характеризуется повышенной нестабильностью, поскольку старые производства уже исчерпали возможности совершенствования на прежней технологической базе, а новые — еще не проявили своего потенциала в полной мере. Как следствие, возникают разрывы между фундаментальной стоимостью активов, воплощающих старые технологические решения (основанной на их нынешней сравнительно низкой физической результативности), и рыночной стоимостью этих активов (основанной на исторически высоких оценках экономичности технологий). Цены таких активов

¹⁰ Примером служит покорение Америки европейцами, которое американский историк Ч. Бирд (Ch. Beard) (1874—1948) охарактеризовал как развернутый процесс территориальных захватов и оккупации: «Мигрируя на запад, американские поселенцы несли с собой кровавую резню и разрушение окружающей среды; подобно саранче, они проходили один рубеж за другим, останавливаясь лишь для того, чтобы разграбить поселения, убить или отгнать аборигенов». И «...было заблуждением считать американцев мирными людьми; они самые жестокие люди в истории и были таковыми всегда». (Цит. по: *Арриги Дж.* (2009). Адам Смит в Пекине: Что получил в наследство XXI век / пер. с англ. Т. Б. Менской. — М.: Ин-т общественного проектирования, с. 277).

¹¹ Особенно это касается напряженных отношений с Исламским миром, для части которого характерны реваншистские настроения, коренящиеся в чувстве исторической несправедливости, в представлении о том, что «... к нам, ко всей мусульманской умме относятся с презрением и бесчестьем. Наша религия оклеветана. Наши священные места осквернены. Наши страны оккупированы. Наши люди мроят голодом и убивают». (См.: *Mohamad M.* (2003). Speech by Prime Minister Mahathir Mohamad of Malaysia to the Tenth Islamic Summit Conference. [online] Available at: http://archive.adl.org/anti_semitism/malaysian.html#.VO2LhHysWDs [Accessed 9 Feb. 2017]).

¹² Техноэкономическая парадигма — это «... набор самых успешных и прибыльных практик с точки зрения выбора ресурсов, методов и технологий, а также с точки зрения организационных структур, бизнес-моделей и стратегий. Эти взаимно совместимые принципы и критерии развиваются в процессе использования новых технологий, преодоления препятствий и поиска более адекватных процедур, рутин и структур». (См.: *Perez C.* (2009). Technological revolutions and techno-economic paradigms. — Working Papers in Technology Governance and Economic Dynamics № 20. — The Other Canon Foundation, Norway, Tallinn University of Technology, Tallinn, p. 14).

¹³ *Schwab K.* (2015). The Fourth Industrial Revolution. What It Means and How to Respond // Foreign Affairs, 12 December.

с запаздыванием реагируют на новую ситуацию и стимулируют возникновение финансовых «пузырей»¹⁴. Кроме того, поиски новых сфер для вложения капитала, альтернативных производствам уходящей волны, разогревают рынки спекулятивных активов (в частности, сегмент недвижимости). Периодическое возникновение и последующее схлопывание таких финансовых «пузырей», с одной стороны, способствуют концентрации ограниченных ресурсов на новых технологиях и переориентации инвестиций с финансовых активов на реальные, а с другой — усиливают глобальную нестабильность, приводя к потере благосостояния и возрастанию социальной напряженности.

Четвертый фактор — аллокационный. В глобализованном мире звенья производственных цепочек размещаются по всей планете. При этом конкретные места их расположения и концентрации определяются разноплановыми факторами: выгодами в части ресурсов, наличием рынков, эффективностью, стратегическими активами и др.¹⁵. Одним из таких ключевых факторов размещения производственных мощностей традиционно являются издержки. В последние десятилетия выгоды от низких трудовых затрат в трудоизбыточных регионах Восточной и Юго-Восточной Азии нередко перевешивали прочие аргументы при выборе мест оффшорного производства¹⁶. Смещение мировых

¹⁴ В данном случае имеется в виду «положительный» финансовый «пузырь», когда цена актива превышает его фундаментальную стоимость. Но могут возникать и «отрицательные» финансовые «пузыри», когда цена актива ниже его фундаментальной стоимости (в частности, в связи с высокой неопределенностью относительно эффективности новых технологий в начале процессов их коммерциализации). (См.: Дементьев В. (2009). Длинные волны экономического развития и финансовые пузыри / Препринт # WP/2009/252. — М.: ЦЭМИ РАН, с. 59).

¹⁵ Dunning J. (1998). Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor? // Journal of International Business Studies, vol. 29, № 1, pp. 45—66.

¹⁶ В последние годы ситуация изменилась, и теперь все большее значение приобретают факторы надежной поставки энергетических и сырьевых ресурсов, а также доставки добавленной производством стоимости конечным потребителям, обусловившие нынешнюю популярность рещоринга — возврата производственных мощностей глобальных экономических лидеров из США и ЕС на историческую родину. (См.: Ellram L., Tate W. and Petersen K. (2013). Offshoring and Reshoring: An Up-date on the Manufacturing Location Decision // Journal of Supply Chain Management, vol. 49, № 2, pp. 14—22).

В своей инаугурационной речи Президент США Д. Трамп таким образом охарактеризовал эту проблему: «Один за другим заводы были закрыты и покинули наши берега, даже не задумываясь о миллионах и миллионах брошенных американских рабочих. Богатство нашего среднего класса было вырвано из домов людей и затем перераспределено по всему миру. Но это было в прошлом. И теперь мы смотрим только в будущее. ...Все решения о торговле, о налогах, об иммиграции, по иностранным делам будут приняты в пользу американских рабочих и американских семей. Мы должны защитить наши границы от разрушительных действий других стран, выпускающих наши продукты, обкрадывающих наши компании и уничтожающих наши рабочие места. Защита приведет к большему процветанию и силе». (См.: CNN. (2017). Inaugural address: Trump's full speech [online] Available at: <http://edition.cnn.com/2017/01/20/politics/trump-inaugural-address/> [Accessed 24 Jan. 2017]).

производственных мощностей в развивающиеся страны повлекло за собой фундаментальные сдвиги в сбережениях и инвестициях. Теперь глобальными кредиторами оказались новые «мастерские мира». По оценкам Всемирного банка, к 2030 г. на развивающиеся страны будет приходиться уже 2/3 каждого доллара сбережений и инвестиций в мире (по сравнению с примерно 1/2 — сегодня и менее 1/5 — еще 15 лет назад), а также около половины мирового капитала (по сравнению с менее чем 1/3 — сегодня)¹⁷. Все это, в свою очередь, формирует новые вызовы для институтов финансового посредничества, поскольку в настоящее время роль новых лидеров в сферах производства, сбережений и инвестиций на международных финансовых рынках не столь значительна. Мировой финансово-экономический кризис 2007—2008 гг. уже продемонстрировал ущербность сложившегося порядка и уязвимость развивающихся стран к проблемам доминирующих монетарных центров, расположенных в странах с высоким уровнем доходов. Очевидно, что такая противоречивая ситуация вряд ли долго сохранится в условиях, когда роль развивающихся стран в глобальном производстве, сбережениях и инвестициях продолжает усиливаться.

Пятый фактор — финансовый. Он связан с быстрым развитием мировых финансовых рынков и с радикальным повышением мобильности международных потоков капитала. В течение последних десятилетий глобальные финансовые рынки, для которых важными факторами развития стали демонетизация золота в 1970-х годах, опережающий рост объемов международной торговли и потоков капитала, либерализация регуляторных норм (в т. ч. посредством ВТО), а также быстрое распространение современных информационных технологий, превратились в очаги локальных и глобальных финансовых проблем.

Процесс отрыва финансовых активов от реальной экономики сопровождался повышением частоты возникновения банковских кризисов¹⁸ и возрастанием финансовой нестабильности, прежде всего, в странах с высоким удельным весом внешнего долга (особенно краткосрочного долга банков) в общей сумме внешней задолженности (т. е. с учетом иностранных инвестиций)¹⁹. В эмерджентных и развивающихся экономиках (англ. Emerging and Developing Economies — EDEs), помимо углубления традиционных международных связей и расширения внешнеторговых балансов, наблюдается беспрецедентное усиление иностранного присутствия на внутренних рынках кредитов, ценных бумаг и недвижимости, создающего новые каналы для передачи влияния внешних финансовых шоков. Как следствие, теперь почти все EDEs стали более

¹⁷ World Bank. (2013). Capital for the Future: Saving and Investment in an Interdependent World. Global Development Horizons. — Washington, D.C.: World Bank.

¹⁸ UNDP. (2014). Human Development Report 2014. Sustaining Human Progress: Reducing Vulnerabilities and Building Resilience. — New York: United Nations Development Programme, pp. 46–47.

¹⁹ OECD. (2012). International Capital Mobility: Structural Policies to Reduce Financial Fragility? — OECD Economics Department Policy Notes, № 13, June, p. 3.

уязвимыми — независимо от состояния платежного баланса, внешнего долга, чистых иностранных активов и золотовалютных резервов²⁰, хотя все эти факторы продолжают играть важную роль в определении того, каким именно образом и насколько сильно внешние шоки могут повлиять на экономику²¹. При этом докризисная модель мировых финансов продолжает воспроизводиться: в последние годы, несмотря на замедление темпов роста мирового ВВП, денежная масса продолжала ускоренно возрастать (рис.).

Это означает, что следует ожидать новых проявлений глобальной финансовой нестабильности и находить ответы, адекватные вновь возникающим вызовам и рискам в развитии мировой, региональных (регионов мира) и национальных экономик. Очевидно, что решающая роль в поиске таких ответов будет принадлежать ведущим мировым монетарным центрам.

В мире существует несколько влиятельных центров, которые генерируют потоки денег и ликвидности разных мощности и качества. Но в данном случае мы рассматриваем не все из них, а только те, которые, с нашей точки зрения, представляют наибольший интерес с позиций экономической диагностики новой финансовой нормальности. Это лидеры мирового Запада — США (зона доллара) и ЕС (зона евро), мирового Востока — Китай (зона юаня), а также Россия (зона рубля).

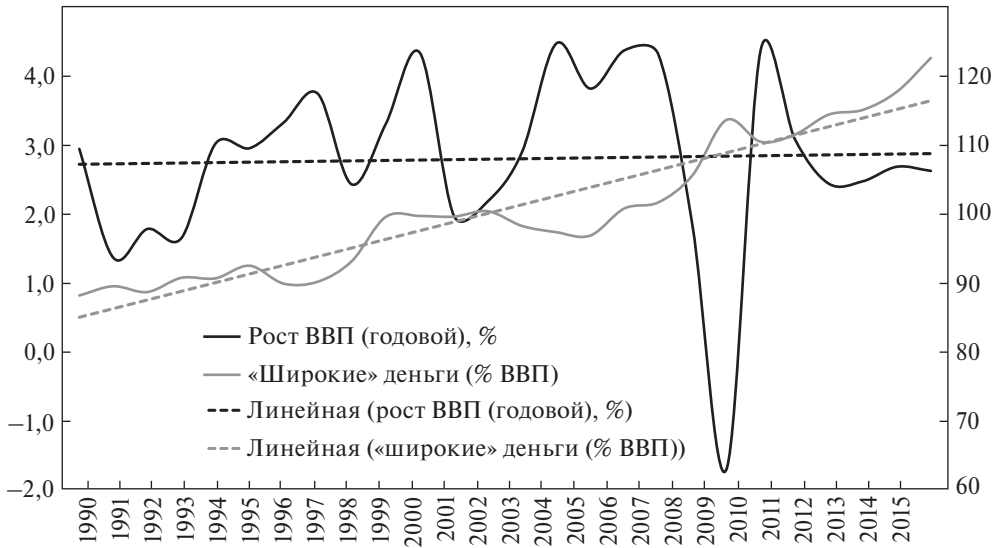
Лидеры мирового Запада — США и ЕС — это сегодня ведущие монетарные центры мира. Именно странами Запада были созданы главные международные финансово-кредитные институты — Международный валютный фонд (МВФ) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР)²². По данным Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications (SWIFT), на доллар США — самую востребованную валюту на планете — приходится более 40 % всех платежей и на евро — около 30 % их, т. е. в совокупности они обслуживают более 70 % трансакций в мире²³.

²⁰ *Akyüz Y.* (2015). Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies. — South Centre, Research Papers № 60, p. 2.

²¹ Существуют разные точки зрения на оценку влияния финансовой глобализации на экономический рост EDEs. Первая исходит из того, что для них ключевым ограничением является дефицит сбережений, т. е. облегчение доступа к иностранным финансам помогает решить эту проблему, способствует инвестициям и экономическому росту, а существующие проблемы в сфере финансовой глобализации могут быть решены посредством институциональных реформ. Иная точка зрения основывается на том, что проблема заключается не в сбережениях, а в инвестициях, т. е. облегчение доступа к иностранным финансам часто влечет за собой отрицательный эффект в связи с повышением реального обменного курса, снижением доходности и инвестиционных возможностей в секторе торгуемых товаров, с неблагоприятными долгосрочными последствиями. Поэтому, в зависимости от контекста и страны, правильная политика может состоять как в поощрении притока капиталов, так и в его ограничении. (См.: *Rodrik D., Subramanian A.* (2009). Why Did Financial Globalization Disappoint? — International Monetary Fund, IMF Staff Papers № 56, p. 112).

²² *Веддер Р.* (2009). Эволюция глобальной финансовой системы // *eJournal USA*, т. 14, № 5, с. 27—30.

²³ SWIFT. (2017). RMB Tracker. January. — www.swift.com.



Динамика роста мировой экономики и денежной массы

Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

Главный источник ликвидности и денежных потоков в этих экономиках — капитал в том смысле, что срединное звено в цепочке Д–Т–Д', определяющее естественные границы роста фиатной денежной массы²⁴, занимает преимущественно капиталоемкая продукция²⁵.

Лидер мирового Востока — Китай — быстро растущий монетарный центр, влияние которого в мире усиливается на базе его нынешнего глобального первенства в производстве материальных благ. Доля валюты КНР (юаня) в обслуживании мировых транзакций относительно невелика — около 2 % (декабрь 2016 г.), и по этому показателю она занимает шестое место в мире. Но, например, по транзакциям с документарными аккредитивами (англ. Documentary Credit Transactions — DCT), которые широко используются в Азии для финансирования торговли, Китай уже занимает второе место в

²⁴ Здесь важно подчеркнуть, что, с одной стороны, между реальными и монетарными переменными не существует прямой функциональной связи, но с другой — их нельзя считать независимыми. Скорее, выражаясь философским языком, между ними существует принципиальная координация, параметры которой разнятся в зависимости от обстоятельств места и времени. И кроме того, большое значение имеет ограничение на знак связи в том смысле, что очевидным условием устойчивого развития экономических систем является такая динамика, при которой рост денежных переменных сопровождается ростом (а не падением) реальных переменных.

²⁵ Всемирный банк. (2014). Доклад об экономике России. Неопределенность экономической политики ограничивает горизонт роста. — Департамент по сокращению бедности и экономической политике региона Европы и Центральной Азии, № 32, с. 40.

мире после США²⁶. Основа фиатных денег и ликвидности в КНР — это труд, поскольку срединное звено в цепочке Д—Т—Д', определяющее естественные границы роста денежной массы, занимает преимущественно трудоемкая продукция²⁷. Это не удивительно, поскольку по численности рабочей силы (более 800 млн чел.) Китай занимает первое место в мире.

И наконец, Россия — наибольшая по территории страна мира (свыше 17 млн км²). Валюта РФ — рубль — обслуживает всего лишь около 0,5 % мировых платежей²⁸. Тем не менее, анализ монетарного механизма РФ вызывает интерес, по крайней мере, по двум причинам.

Первая — политико-экономическая, связанная со статусом России как глобального игрока, обладающего мощными вооруженными силами (второе место в мировом рейтинге²⁹) и входящего в число 5 основных эмерджентных экономик мира — группы БРИКС, позиционирующей себя в качестве альтернативного центра силы (в т. ч. в монетарной сфере)³⁰.

И вторая — природно-ресурсная. Россия обладает огромными запасами полезных ископаемых (и прежде всего, углеводородов — высоколиквидных товаров, имеющих стратегическое значение для современной экономики). Поэтому основа потоков фиатных денег и ликвидности в России — это природные ресурсы, поскольку срединное звено в цепочке Д—Т—Д', определяющее естественные границы роста денежной массы, занимает преимущественно ресурсоемкая продукция³¹.

Традиционно крупнейшими потребителями российских углеводородов являются страны ЕС. Однако в последнее время ситуация начала меняться. В мае 2014 г. «Газпром» и Китайская национальная нефтегазовая корпорация CNPC подписали 30-летний контракт на поставку российского газа в Китай в объеме до 38 млрд м³ газа в год. За все время действия соглашения в Китай будет поставлено более 1 трлн м³ газа — это крупнейшая сделка для «Газпрома»³². Сотрудничество двух стран разворачивается и по другим направлениям. Учитывая огромные ресурсы этих государств, со временем новый альянс может бросить вызов мировому Западу, в том числе в монетарной сфере.

²⁶ SWIFT. (2015). RMB strengthens its position as the second most used currency for documentary credit transactions. [online] Available at: <https://www.swift.com/insights/press-releases/rmb-strengthens-its-position-as-the-second-most-used-currency-for-documentary-credit-transactions> [Accessed 19 Feb. 2017].

²⁷ Всемирный банк. (2014), с. 40.

²⁸ SWIFT. (2017). RMB Tracker. January. — www.swift.com.

²⁹ Global Firepower. (2017). 2016 World Military Powers. [online] Available at: <http://www.global-fire-power.com/countries-listing.asp> [Accessed 19 Feb. 2017].

³⁰ В июле 2014 г. страны — участницы группы БРИКС подписали соглашение о создании Нового банка развития (New Development Bank BRICS), призванного стать альтернативой Всемирному банку и МВФ.

³¹ Всемирный банк. (2014), с. 40.

³² Интерфакс. (2014). «Газпром» подписал 30-летний контракт на поставку газа в Китай. [online] Interfax.ru. Available at: <http://www.interfax.ru/business/377240> [Accessed 7 Mar. 2015].

Американские специалисты отмечают: «Российско-китайский Альянс — мы называем его новой Осью — уже обладает необычайной силой, как это видно не только по новым экономическим и торговым соглашениям и военному сотрудничеству, но также по сферам ядерного распространения и кибервойн. По отдельности и вместе Россия и Китай стремятся подорвать социальные, экономические и политические основы демократических обществ и наших союзов таким способом, который еще должен быть полностью осмыслен»³³. При этом руководители КНР и РФ считают, что их отношения находятся на лучшем этапе за всю историю³⁴. Все это оказывает глубокое и многостороннее влияние на мировые экономические процессы в целом и на тенденции эволюции «новой финансовой нормальности» в частности.

³³ *Schoen D.* (2014). *Russia-China Axis: The New Cold War and America's Crisis of Leadership*/ Douglas E. Schoen and Melik Kaylan. — New York, London: Encounter Books.

³⁴ ТАСС. (2017). Си Цзиньпин: на перспективы китайско-российских отношений мы смотрим с полным оптимизмом. [online] Available at: <http://tass.ru/opinions/interviews/4379492> [Accessed 4 Jul. 2017].

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИКИ США

Несмотря на стремительное возвышение стран мирового Юга¹ и укрепление позиций конкурентов, США были и остаются главным «драйвером» глобальной экономики (рис. 2.1).

Соединенные Штаты Америки — один из ведущих промышленных центров мира (по объемам добавленной промышленностью стоимости они вместе с Китаем опережают все другие страны, обеспечивая в совокупности $\approx 1/3$ мирового промышленного производства), мировой центр научно-технического прогресса (в США ежегодно публикуется около 20 % общемирового количества статей в научных и технических журналах²) и главный финансовый центр мира (US\$ обслуживает более 40 % стоимости всех транзакций в мире³).

Поэтому такие проблемы экономики США, как хронический дефицит внешнеторгового баланса⁴, масштабы государственного долга (свыше \$19 трлн), огромный дефицит бюджета (почти \$600 млрд в 2016 г.) и относительно высокая волатильность индекса доллара (теперь показывающего тенденцию к повышению⁵) имеют общемировые последствия.

¹ United Nations Development Programme. (2013). Human Development Report 2013. The Rise of the South: Human Progress in a Diverse World. — New York, USA. — 203 pp.

² Databank.worldbank.org. (2017). World Development Indicators | DataBank. [online] Available at: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> [Accessed 5 Apr. 2017].

³ SWIFT. (2017). RMB Tracker. January. — www.swift.com.

⁴ Американский эксперт отмечает: «Мы больше не производим то, что нам нужно, чтобы обеспечить себя, мы импортируем гораздо больше, чем экспортируем, и мы распродаем наши активы и берем крупные долги, чтобы поддерживать уровень жизни, который мы не можем теперь себе позволить». (См.: *Heffner T.* (2015). Economic Problems Facing the U.S. | Economy In Crisis. [online] Available at: <http://economyincrisis.org/content/major-economic-problems-facing-united-states> [Accessed 12 Mar. 2015]).

⁵ Bloomberg.com. (2017). DOLLAR INDEX SPOT (DXY) Spot Rate. [online] Available at: <https://www.bloomberg.com/quote/DXY:CUR> [Accessed 5 Apr. 2017].

Нынешний период глобальной финансовой нестабильности, которая во многом берет начало в монетарной политике США, служит причиной значимых событий в экономиках многих других стран мира, и в том числе Украины, где большая часть золотовалютных резервов номинирована в US\$. В этой связи исследования современных особенностей монетарного механизма, используемого в США с целью решения возникающих перед ними проблем, а также того, каким образом денежно-кредитная политика этой страны может отразиться на мировой экономике в целом и на национальных экономиках в частности, становятся особенно актуальными.

Важность дальнейшего изучения обозначенных теоретических и прикладных вопросов обусловлена еще и тем, что доллар США фактически является второй, после национальных, валютой для проведения расчетов во многих странах мира. В данном контексте изменчивая динамика индекса US\$ и турбулентный характер развития событий, связанных с преодолением последствий глобального финансово-экономического кризиса 2007—2008 гг., начавшегося в США, являются теми важными факторами, которые оказывают и в дальнейшем будут оказывать сильное влияние на мировые экономические процессы в обозримой перспективе. Эти обстоятельства предопределяют также повышение потребности публичных и частных финансовых институтов — как национальных, так и международных — в поиске и применении новых, более адекватных подходов к оценке валютных рисков при планировании хозяйственных операций и формировании резервов.

Центральными звеньями монетарного механизма экономического развития являются, прежде всего, соответствующие меры государства: действия правительства, влияющие на количество денег в обращении (денежное предложение), и деятельность центрального банка — организатора и контролера денежного обращения. Такие монетарные меры обычно базируются на устойчивых неоклассических представлениях о том, что в краткосрочном периоде

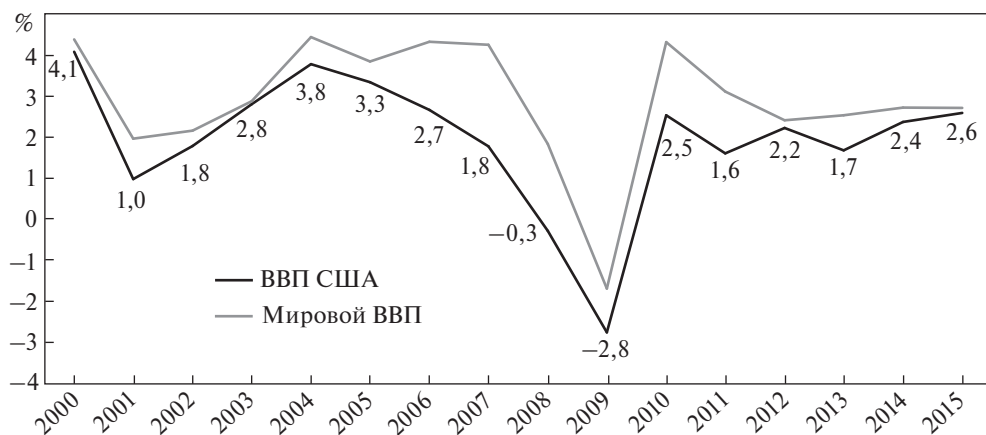


Рис. 2.1. Темпы роста ВВП в США и в мире (годовые, %)

Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

увеличение денежной массы способствует росту объемов реального ВВП, а в долгосрочном — оно может вызвать повышение цен, не оказывая существенного влияния на объемы реального производства. Однако на практике — с учетом «эффекта колеи»⁶, факторов институционального характера, обстоятельств места и времени — события могут развиваться не по обычной неоклассической схеме.

Денежно-кредитная политика на основе монетарного трансмиссионного механизма реализуется путем использования различных инструментов, которые влияют на финансовый сектор экономики, в частности — на процентные ставки на межбанковском, депозитном и кредитном рынках, на стоимость ценных бумаг и на курсы национальной валюты. Все это сказывается на перемещении капитала в сегментах финансового рынка. Далее изменения в финансовом секторе передаются на реальный сектор экономики (сбережения, потребление, инвестиции, чистый экспорт), что, в свою очередь, сказывается на занятости, производстве и ценах⁷.

Современные исследования проблем монетарного механизма экономического развития, основанные на теперь уже классических работах Дж. Тобина (J. Tobin)⁸, М. Фридмана (M. Friedman)⁹, Ф. Модильяни (F. Modigliani)¹⁰, К. Брунера (K. Brunner), А. Мельцера (A. Meltzer)¹¹ и их последователей, получают продолжение в многочисленных работах зарубежных и отечественных специалистов, учитывающих новые экономические, институциональные и геополитические обстоятельства развития, обусловленные мировым финансовым кризисом 2007—2008 гг. и мощным социально-экономическим подъемом мирового Юга¹².

⁶ David P. A. (2007). Path dependence — a foundational concept for historical social science // The Journal of Historical Economics and Econometric History, 2007, vol. 1, № 2, pp. 1—23.

⁷ Мищенко В. (2008). Монетарний трансмісійний механізм в Україні / В.І. Мищенко, А.В. Сомик, З.С. Лисенко. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 144 с.

⁸ Tobin J. (1965). The Monetary Interpretation of History / James Tobin // American Economic Review, vol. 55 (June), pp. 464—485.

⁹ Friedman M. (1983). Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867—1975 / Milton Friedman, Anna J. Schwartz. — Chicago: University of Chicago Press, 664 p.

¹⁰ Modigliani F. (1966). Innovations in Interest Rate Policy // Franco Modigliani, Richard Sutch // American Economic Review, vol. 56 (March), pp. 178—197.

¹¹ Brunner K. (1973). Mr. Hicks and the 'Monetarists' / Karl Brunner, Allan H. Meltzer // *Economica*, vol. 40 (February), pp. 44—59.

¹² В частности, концептуальные направления монетарной политики США в кризисный и посткризисный периоды исследуют Нобелевские лауреаты Дж. Стиглиц (См.: *Стиглиц Дж. Е.* (2011). Крутое пике. Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса Дж. Е. Стиглиц; [пер. с англ. В. Лопатка]. — М.: Эксмо, 512 с.) и П. Кругман (См.: *Кругман П.* (2009). Возвращение Великой депрессии? (The Return of Depression Economics) / Пол Кругман; [пер. с англ. В. Егорова]. — М.: Эксмо, 336 с.).

Конкретные проблемы политики центрального банка рассматривают председатели совета управляющих Федеральной резервной системы — бывшие (А. Greenspan, В. Bernanke) и нынешний (J. Yellen). (См.: *Greenspan A.* (2013). The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting / Alan Greenspan. — New York: The Penguin Press,

Однако, исходя из специфики тех задач, которые стоят перед мировой и национальными экономиками на нынешнем этапе их развития в условиях глобальной финансовой нестабильности, особенно перед эмерджентными и развивающимися, многие из которых критически сильно зависят от US\$ и денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы (ФРС), важно еще раз обратиться к анализу особенностей монетарного механизма США и ожидаемых эффектов его функционирования в контексте их возможного влияния на финансовые и реальные экономические параметры, определяющие траекторию развития мирового и национальных хозяйств в современных условиях.

2.1. СОВРЕМЕННЫЕ ОСОБЕННОСТИ МОНЕТАРНОГО МЕХАНИЗМА ЭКОНОМИКИ США Экономический и институциональный контексты функционирования монетарного механизма экономики США

Современная мировая экономика все больше формируется как единая система с интегрированным финансовым рынком, на котором действует огромное количество различных по масштабам деятельности инвесторов со схожи-

388 p.; *Bernanke B.* (2012). Monetary Policy since the Onset of the Crisis / Ben S. Bernanke. — Wyoming, Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, August 31, 24 p.; *Yellen J.* (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response / Janet L. Yellen / A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. — Washington, D.C., 18 p.).

Проблемы функционирования, эффективности и результативности инструментов монетарного механизма США анализируются в многочисленных работах западных специалистов. (См., например: *Čihák M.* (2013). Rethinking the State's Role in Finance / M. Čihák, A. Demirgüç-Kunt. — The World Bank Development Research Group, Policy Research Working Paper 6400, 25 p.; *D'Amico S.* (2010). Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases / S. D'Amico and T. King. — Federal Reserve Board, Washington, D.C., Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Finance and Economics Discussion Series, No. 52, 38 p.; *Daly M.* (2011). A Rising Natural Rate of Unemployment: Transitory or Permanent? / M.C. Daly, B. Hobijn, A. Sahin, R.G. Váletta. — Federal Reserve Bank of San Francisco, Working paper 2011–05, 28 p.; *Dobbs R.* (2013). QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks / Richard Dobbs, Susan Lund, Tim Koller, Ari Shwayer. — McKinsey Global Institute, Discussion paper, November 2013, 61 p.; *Gagnon J.* (2011). The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases / J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack // International Journal of Central Banking, vol. 7 (March), pp. 3–43 и др.).

Ученые СНГ также уделяют значительное внимание этой проблематике. (См., например: *Андрюшин С.* (2008). Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России / С. Андрюшин, В. Бурлачков // Вопросы экономики, № 11, с. 38–50; *Ершов М.* (2011). Мировой финансовый кризис. Что дальше? / М.В. Ершов. — М.: Экономика, 295 с.; *Жигаев А.* (2012). Некоторые актуальные вопросы взаимосвязи финансовой стабильности и денежно-кредитной политики (на примере Федеральной резервной системы США) / А.Ю. Жигаев // Деньги и кредит, № 2, с. 21–32; *Моисеев С.* (2011). Денежно-кредитная политика: теория и практика С.Р. Моисеев. — М.: Московская финансово-промышленная академия, 784 с. и др.).

ми типами поведения¹³. Развитие мирового хозяйства происходит под влиянием ускорения международных финансовых потоков¹⁴ и экономии на глобальных расходах¹⁵), которые определяют планетарные сдвиги в размещении производительных сил. Перемещая производство в направлении мирового Юга, они обусловили возникновение и рост дисбалансов между товарной и денежной массами, которые обостряют проблемы глобальной финансовой нестабильности.

В ходе решения этих проблем усиливается роль координирующей деятельности центральных банков и других органов, регулирующих монетарную политику, особенно экономически наиболее развитых стран. К ним, в первую очередь, относятся США — лидер западного мира по глобальному индексу могущества¹⁶.

Экономика США является одной из наиболее мощных и диверсифицированных национальных экономик мира. Она удерживает лидирующие позиции последние 100 лет, хотя с начала 2000-х годов, вследствие ускорения процессов глобального аутсорсинга и оффшоринга и связанного с ними роста стран мирового Юга, ее влияние на мировое хозяйство постепенно ослабевает. ВВП США с учетом паритета покупательной способности (англ. GDP based on purchasing-power-parity — PPP, current international \$) в 2013 г. составил \$1,68 трлн, а их ближайшего конкурента — КНР — \$1,62 трлн¹⁷. По итогам 2014 г. по этому показателю Китай вышел вперед и в ближайшие годы, возможно, именно он станет крупнейшей экономикой мира¹⁸.

США служат классическим примером модели свободного предпринимательства. Традиции предпринимательства и стремления к лидерству, состав-

¹³ Смирнов А. (2008). Кредитный «пузырь» и перколяция финансового рынка / А. Смирнов // Вопросы экономики, № 10, с. 5.

¹⁴ United Nations Development Programme. (2014). Human Development Report 2014. Sustaining Human Progress: Reducing Vulnerabilities and Building Resilience. — New York, p. 46—47.

¹⁵ В связи с нынешними проблемами стран Запада, обусловленными перемещением «мастерской мира» за их пределы, все большую силу набирают обратные тенденции — процессы рещоринга (re-shoring). Так, на экономическом форуме в Давосе (январь 2014 г.) тогдашний британский Премьер-министр Д. Кэмерон отметил целесообразность возврата предприятий и рабочих мест с Востока на Запад (чем уже занимается ряд основанных в США промышленных компаний) и выразил надежду, что у Британии также «... существует шанс стать рещорной нацией», в том числе благодаря мерам по улучшению общей бизнес-среды и обеспечению доступа к надежным и дешевым источникам энергии. (См.: Cameron D. (2014). World Economic Forum (Davos) 2014: speech by David Cameron — Speeches — GOV.UK. [online] Available at: <https://www.gov.uk/government/speeches/world-economic-forum-davos-2014-speech-by-david-cameron--2> [Accessed 27 Sep. 2014]).

¹⁶ National Intelligence Council. (2012). Global Trends 2030: Alternative Worlds. — NIC, USA, p. 17.

¹⁷ Databank.worldbank.org. (2017). World Development Indicators | DataBank. [online] Available at: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators> [Accessed 5 Apr. 2017].

¹⁸ Patton M. (2017). China's Economy Will Overtake the U.S. in 2018. [online] Available at: <https://www.forbes.com/sites/mikepatton/2016/04/29/global-economic-news-china-will-surpass-the-u-s-in-2018/#783f9d70224a> [Accessed 5 Apr. 2017].

ляющие конкурентное преимущество этой страны, коренятся в ее историческом прошлом: «Современная американская экономика уходит своими корнями в поиски экономической выгоды европейскими поселенцами в XVI, XVII и XVIII столетиях. Затем Новый Свет прогрессировал от малоуспешного колониального хозяйства к небольшой независимой аграрной экономике и, в конечном итоге, к весьма сложной индустриальной экономике. В ходе этой эволюции Соединенные Штаты разрабатывали все более сложные институты, которые бы стимулировали рост. И хотя участие государства в экономике было постоянным вопросом, степень такого участия в целом увеличилась»¹⁹.

Легендарные предприниматели США — такие, как Дж. Рокфеллер, Г. Форд, Дж. Морган и другие, сформировавшие американский деловой стиль, были жесткими конкурентами, одержимыми достижением финансового успеха и власти. Некоторые из них были честными и действовали в соответствии со стандартами ведения бизнеса своего времени, а другие (и это тоже американский стиль) использовали силу, взятки и хитрость, чтобы добиться богатства и власти²⁰.

Благодаря деятельности ряда поколений белых англосаксонских протестантов (англ. White Anglo-Saxon Protestants — WASPs), игравших доминирующую роль в политической и экономической жизни с момента создания государства, в США бизнес-интересы ранее приобрели и сохраняют сегодня очень сильное влияние на правительство. Хотя в современных обстоятельствах влияние самих WASPs уменьшается (что обусловлено в том числе спецификой демографических процессов), все же численность граждан США, предки которых не были европейцами, увеличилась с 16 млн чел. в 1960 г. до 80 млн чел. в 2000 г.²¹, а к 2050 г. американцы европейского происхождения вообще могут стать меньшинством²².

Для современной экономики США присущ ряд черт, которые в комплексе позволяют ей сохранять передовые позиции на пути интенсивного развития: диверсифицированная отраслевая структура и развитые межотраслевые связи; емкий и диверсифицированный внутренний рынок; высокий уровень производительности труда, являющейся главным источником роста ВВП; высокие душевые доходы и, соответственно, расходы как предпосылки экономического роста за счет высокой покупательной способности населения; инновационный характер экономики²³.

Важным дополнением к либеральной институциональной среде в США является совокупность хорошо отработанных законодательных и норматив-

¹⁹ Usa.usembassy.de. (2015). Outline of the U.S. Economy. The U.S. Economy: A Brief History. [online] Available at: <http://usa.usembassy.de/etexts/oecon/chap3.htm> [Accessed 9 Mar. 2015].

²⁰ Там же.

²¹ Бьюкенен П. Дж. (2003). Смерть Запада / П. Дж. Бьюкенен; пер. с англ. А. Башкирова. — М.: АСТ, с. 13.

²² Там же, с. 192.

²³ Скворцова Г. (2011). Структурные и институциональные факторы экономического роста в зрелой рыночной экономике (на примере США): автореф. дис. ... канд. экон. наук: спец. 08.00.14 / Г.Р. Скворцова. — М., 2011, 21 с.

ных актов, регулирующих деятельность бизнеса и хозяйственных институтов в сфере антимонопольной политики²⁴. В стране действует ряд государственных органов, контролирующих монопольные действия бизнеса, в частности— Антитрестовский отдел Министерства юстиции США (англ. United States Department of Justice Antitrust Division) и Федеральная торговая комиссия (англ. Federal Trade Commission — FTC), которые зачастую работают совместно. Они уполномочены преследовать нарушителей антимонопольного законодательства, инициируя гражданские судебные процессы по фиксации и нечестному предложению цен, географическому распределению рынков сбыта, незаконной монополизации рынка путем использования патентов и др.

США обладают высокоразвитым финансовым сектором экономики. По данным Всемирной федерации бирж (англ. World Federation of Exchanges — WFE), группа компаний NYSE Euronext, созданная в результате слияния крупнейшей в мире Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) и Европейской биржи Euronext, а также компания NASDAQ OMX занимают два первых места среди 20 крупнейших фондовых бирж мира по объемам капитализации.

В США функции центрального банка выполняет Федеральная резервная система (ФРС), которая наделена правом денежной эмиссии и централизованного контроля за деятельностью банковской системы. Доллар США имеет статус национальной валюты и в некоторых других странах (Панаме, Эквадоре, Микронезии, Восточном Тиморе²⁵). Он выступает дополнительной (параллельной) валютой в тех государствах, где национальные деньги не являются единственным законным средством платежа (включая случаи, когда собственная валюта фактически не используется в наличном и/или безналичном обращении). В целом, по оценкам экспертов, до 90 % мирового торгового оборота рассчитывается в US\$. Кроме того, доллар является основной резервной валютой мира. Более 60 % общего объема золотовалютных резервов стран мира номинированы именно в долларах США²⁶.

Таким образом, не удивительно, что развитие монетарной системы США существенно влияет на финансовую стабильность во всем мире. Последним ярким примером этого стал кризис 2007—2008 гг., который сначала проявился в сфере ипотеки, привел к банкротству ряда банков и падению цен на акции в США, а затем перешел в мировую «Большую рецессию» 2008—2012 гг.

Как уже было сказано, начальной стадией мирового финансово-экономического кризиса стал ипотечный кризис в США, первые признаки которо-

²⁴ Розанова Н. (2006). Политика поддержки конкуренции и промышленная политика в зарубежных странах / Н.М. Розанова // Экономический вестник Ростовского государственного университета, том 4, № 1, с. 32—47.

²⁵ Mpra.ub.uni-muenchen.de. (2014). Dollarization: Demand of time or the result of mismanagement of economy. — Munich Personal RePEc Archive. [online] Available at: <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/58619/> [Accessed 1 Oct. 2014].

²⁶ IMF. (2017). Currency Composition of Foreign Exchange Reserves (COFER). [online] Imf.org. Available at: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> [Accessed 5 Apr. 2017].

го проявились в 2006 г. в форме снижения продаж домов, а к весне 2007 г. переросли в кризис высокорисковых ипотечных кредитов (англ. *subprime lending*). Довольно быстро проблемы с кредитами почувствовали и надежные заемщики. Летом 2007 г. кризис из ипотечного превратился в финансовый и затронул уже не только Соединенные Штаты. Начались банкротства крупных банков и активные действия по их спасению со стороны национальных правительств. Как правило, особо выделяют банкротство *Lehman Brothers* — четвертого по величине инвестиционного банка США. Котировки на фондовых рынках резко снизились. Одновременно для компаний существенно сократились возможности получить капиталы путем размещения ценных бумаг. В 2008 г. кризис приобрел мировой характер и стал проявляться в повсеместном сокращении объемов производства, снижении спроса и цен на сырье, росте безработицы²⁷.

Для преодоления рецессии правительством США и прежде всего его монетарными властями был разработан и задействован комплекс мер, которые оказали существенное влияние не только на американскую экономику, но и на хозяйственные и финансовые процессы во всем мире. Более подробная характеристика этих мер и последствий их применения представлена далее.

Меры монетарного стимулирования ФРС, направленные на преодоление финансово-экономического кризиса

Уже отмечалось, что в США роль центрального банка выполняет ФРС²⁸. При проведении денежно-кредитной политики она руководствуется такими долгосрочным целями, как обеспечение ценовой стабильности и поддержание занятости на максимально возможном уровне. При этом под ценовой стабильностью понимается обеспечение темпа роста цен около 2 % в год при одновременном естественном уровне безработицы 5,2—6 %, который обеспечивает потенциальный уровень совокупного выпуска²⁹.

В сентябре 2007 г., когда появились признаки финансовой нестабильности, переросшей позднее в глобальный финансово-экономический кризис, ФРС США приняла ряд мер по его преодолению путем смягчения денежно-кредитной политики. К концу 2008 г. ключевая процентная ставка ФРС (ставка по федеральным фондам) была снижена до своего нижнего предела — 0—0,25 %. Причем стало очевидно, что в сложившихся условиях потенциал такого традиционного инструмента монетарного стимулирования экономики

²⁷ *Ершов М.* (2011). Мировой финансовый кризис. Что дальше? / М.В. Ершов. — М.: Экономика, 295 с.

²⁸ Board of Governors of the Federal Reserve System. (2005). *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*. Ninth Ed. — Washington, D.C., 136 p.

²⁹ *Yellen J.* (2013). *A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response* / Janet L. Yellen // *A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity*. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. — Washington, D.C., p. 17.

весьма ограничен и не позволяет добиться восстановления устойчивого экономического роста и целевого снижения безработицы. Поэтому с конца 2008 г. ФРС была вынуждена перейти к использованию нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики (англ. *unconventional policy tools*³⁰), в частности — к политике так называемого «количественного смягчения» (англ. *quantitative easing — QE*), предусматривающей приобретение различных типов финансовых активов с целью увеличения предложения ликвидности. Эти действия привели к существенному расширению баланса ФРС и изменению его структуры в пользу повышения доли бумаг с более длинными сроками до погашения.

Первая программа количественного смягчения (QE1) была запущена в конце 2008 г. и рассчитана на \$600 млрд, которые были направлены на покупку обеспеченных закладными ценных бумаг федеральных ипотечных агентств (англ. *agency mortgage-backed securities*). QE1 была нацелена на спасение крупных корпораций, банков и частных предприятий путем выкупа их обесцененных долгов³¹.

В марте 2009 г. ФРС увеличила программу выкупа ценных бумаг еще на \$850 млрд, а также решила направить \$300 млрд на выкуп казначейских облигаций. Таким образом, совокупный объем денежных средств, полученных экономикой США в рамках первого раунда «количественного смягчения», составил \$1,75 трлн или ≈15 % совокупной стоимости указанных инструментов, находившихся на тот момент в обращении³².

Программа QE1 завершилась в конце I кв. 2010 г. К тому времени стоимость казначейских облигаций и облигаций федеральных агентств, находящихся на балансе ФРС, увеличилась более чем в 4 раза, что, в свою очередь, способствовало снижению процентных ставок по широкому кругу долговых инструментов³³.

Однако эффект QE1 оказался краткосрочным, и осенью 2010 г. ФРС вынуждена была начать второй раунд количественного смягчения — QE2. Он продолжался до середины 2011 г. и представлял собой покупку долговых обязательств (облигаций) Министерства финансов США. При этом совокупные банковские резервы выросли на \$610 млрд³⁴.

В сентябре 2011 г. ФРС объявила о программе увеличения среднего срока до погашения своего портфеля государственных ценных бумаг без дальней-

³⁰ Там же, с. 14.

³¹ Global-finances.ru. (2015). ФРС США: количественное смягчение экономики (QE 1 — QE3) | Мировые Финансы и Экономика. [online] Available at: <http://global-finances.ru/frs-ssha-kolichestvennoe-smagchenie-e/> [Accessed 10 Mar. 2015].

³² *Meaning J.* (2011). The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes / J. Meaning, F. Zhu // Bank of International Settlements Quarterly Review, p. 74.

³³ *Евдокимова Т.* (2013). Влияние денежно-кредитной политики на экономику США в посткризисный период / Т.В. Евдокимова // Россия и Америка в XXI веке, № 1.

³⁴ *Brown E.* (2014). Why QE2 failed: the money all went offshore. [online] Available at: http://www.webofdebt.com/articles/why_q.php [Accessed 27 Sep. 2014].

шего расширения баланса — об операции «твист» (англ. operation twist). В рамках этой программы до конца 2012 г. ФРС приобрела долгосрочные облигации (сроком до погашения от 6 до 30 лет) на сумму \$400 млрд, параллельно реализовав имевшиеся у нее краткосрочные казначейские облигации (сроком до погашения менее 3 лет) на эквивалентную сумму³⁵. Эти действия ФРС были направлены на снижение процентных ставок по долгосрочным государственным долговым инструментам, на удешевление долгосрочных кредитных ресурсов и на улучшение общих финансовых условий хозяйствования в США.

В свою очередь, в сентябре 2012 г. было объявлено о запуске третьего раунда мер монетарного стимулирования (QE3), в рамках которого ФРС намеревалась ежемесячно дополнительно приобретать ипотечные облигации — на сумму \$40 млрд и казначейские облигации на сумму \$45 млрд. Изначально длительность этого раунда установлена не была, но ФРС неоднократно подчеркивала, что главным критерием в данном случае является общее состояние экономики США.

В конце 2014 г. — в связи с достижением нормальных, по оценкам монетарных властей, темпов восстановления американской экономики после последнего финансово-экономического кризиса — по решению Федерального комитета открытого рынка (англ. Federal Open Market Committee — FOMC) программа QE3 была свернута.

Год спустя, в декабре 2015 г., FOMC впервые с 2006 г. принял решение о повышении ключевой ставки на 25 базисных пунктов (б. п.) (т. е. ее новый диапазон составил 0,25—0,5 %). Причиной было объявлено восстановление американской экономики с безработицей почти на уровне полной занятости (хотя инфляция своего целевого показателя — 2 % — не достигла). Затем по решениям FOMC ключевая ставка поднималась еще трижды — в декабре 2016 г. (до 0,5—0,75 %), в марте 2017 г. (до 0,75—1 %) и июне 2017 г. (до 1—1,25 %).

Помимо значений ключевой процентной ставки, для формирования долгосрочных ожиданий экономических агентов важную роль играет систематическое информирование со стороны ФРС о ее будущей динамике, так называемое «руководство к будущему» (англ. forward guidance)³⁶, имеющее большое институциональное значение для поддержания «длинных» правил поведения и стимулирования экономического роста³⁷. Дело в том, что долгосрочные процентные ставки, сильно влияющие на спрос на жилье, капитальные вложения

³⁵ Federalreserve.gov. (2012). FRB: 2012 Monetary Policy Releases. [online] Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2012monetary.htm> [Accessed 10 Mar. 2015].

³⁶ Yellen J. (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response / Janet L. Yellen // A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. — Washington, D.C., p. 7.

³⁷ Инструмент «информирования о намерениях» применяют также ряд других центральных банков развитых стран. (См.: Жигаев А. (2012). Некоторые актуальные вопросы взаимосвязи финансовой стабильности и денежно-кредитной политики (на примере Федеральной резервной системы США) / А.Ю. Жигаев // Деньги и кредит, № 2, с. 28).

и цены активов, зависят от текущих и ожидаемых в будущем уровней краткосрочных процентных ставок — таких, как ставка по федеральным фондам, которая является обычным инструментом денежно-кредитной политики ФРС. Поэтому четкие сигналы о дальнейшей траектории ставки по федеральным фондам могут существенно влиять на текущие процентные ставки по автокредитам, ипотеке, облигациям компаний, государственных и местных органов власти, даже если текущий уровень ставки по федеральным фондам остается неизменным³⁸.

С марта 2009 г. по июнь 2011 г. в заявлениях по итогам заседаний FOMC отмечалось, что в сложившихся тогда экономических условиях сохранение ставки по федеральным фондам на очень низких уровнях является оправданным на протяжении длительного времени. Впоследствии эта формулировка была уточнена за счет указания конкретного периода, в течение которого будет сохраняться сверхмягкая денежно-кредитная политика: сначала до середины 2013 г., затем до конца 2014 г., и наконец — до середины 2015 г.

В декабре 2012 г. ФРС отказалась от установления календарных сроков сохранения ключевой ставки на рекордно низких уровнях, связав монетарный курс с конкретными целевыми значениями макроэкономических показателей. Согласно этому новому принципу, ставка по федеральным фондам должна была поддерживаться в диапазоне 0—0,25 % до тех пор, пока безработица находилась выше отметки 6,5 %, а прогноз инфляции на ближайшие 1—2 года не превосходил 2,5 %³⁹. Такой подход был призван повысить прозрачность и предсказуемость монетарной политики для субъектов хозяйствования.

В дополнение к политике количественного смягчения внутри США, американское правительство проводит традиционно жесткую внешнюю политику долларизации экономик мира⁴⁰, что позволяет поддерживать общий денежный спрос в государстве и извлекать эмиссионный доход⁴¹. При этом страны с долларизованной экономикой, с одной стороны, получают выгоды в виде более высокого доверия международных инвесторов и меньшего спреда процентных ставок по внешним займам, но с другой — теряют возможность про-

³⁸ Yellen J. (2013), p. 15.

³⁹ Federalreserve.gov. (2012).

⁴⁰ Klein M. (2005). Dollarization and trade / Michael W. Klein // Journal of International Money and Finance, vol. 24, № 6, pp. 935—943.

⁴¹ Выделяют три типа долларизации. Официальная долларизация означает, что US\$ является законным платежным средством, а местная валюта отсутствует. Такая система работает в Панаме, Эквадоре, Микронезии, Восточном Тиморе и др. Официальная частичная долларизация означает, что доллар является законным платежным средством, но страна также эмитирует собственную валюту. Примеры — Багамские острова, Гаити, Либерия, Лаос, Камбоджа и др. Неофициальная долларизация означает, что доллар выполняет все функции денег, но не считается законным платежным средством, а единственным законным платежным средством является только местная валюта. Такое положение дел наблюдается в большинстве стран Латинской Америки. (См.: Mpra.ub.uni-muenchen.de. (2014). Dollarization: Demand of time or the result of mismanagement of economy. — Munich Personal RePEc Archive. [online] Available at: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/58619/> [Accessed 1 Oct. 2014]).

водит независимую денежно-кредитную и валютную политику (в том числе для преодоления кризисов и стимулирования хозяйственного развития)⁴².

Сами США последовательно осуществляют суверенную монетарную и фискальную политику, направленную не только на общее финансовое оздоровление экономики, но и на обновление ее реального сектора⁴³, финансовую поддержку инноваций (особенно на ранних стадиях их создания)⁴⁴, поддержку авангардных технологий — комплексов видов деятельности, основанных на использовании киберфизических систем, продвинутой робототехники, новых материалов и новых возможностей, связанных с физическими и биологическими науками (например, нанотехнологией, химией, биологией и др.).

Трампономика (англ. Trumponomics) — экономическая политика новой администрации Президента США — особое внимание стала уделять развитию их конкурентных преимуществ, созданию благоприятных условий (путем уменьшения рисков, снижения затрат на энергоносители и логистику, лучшего учета стратегических факторов развития и др.) для создания новых рабочих мест и развития передовой промышленности на территории страны⁴⁵.

2.2. ДЕЙСТВЕННОСТЬ МОНЕТАРНОГО МЕХАНИЗМА ЭКОНОМИКИ США

Стандартная экономическая теория объясняет, что приобретение ценных бумаг центральным банком, относящиеся к арсеналу нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики, стимулируют экономическую активность по нескольким каналам — ребалансирования портфелей ценных бумаг, процентных ставок и сигнальному⁴⁶. В частности, крупномасштабная покупка активов ФРС сигнализирует о том, что она намерена настойчиво проводить более аккомодационную (смягчающую последствия шоков) политику, чем прежде. Тем самым такая покупка влияет на ожидания инвесторов в части траектории процентной ставки по федеральным фондам и оказывают дополнительное понижающее давление на долгосрочные процентные ставки (особенно в реальном выражении). Во время кризисных периодов покупка активов может также улучшить функционирование финансо-

⁴² Берг Э. (2000). Полная долларизация: преимущества и недостатки / Эндрю Берг, Эдуардо Боренштейн / Международный Валютный Фонд, Вашингтон, Округ Колумбия, с. 19.

⁴³ USAtoday.com. (2014). Obama unveils manufacturing initiative. [online] Available at: http://content.usatoday.com/communities/sciencefair/post/2011/06/obama-unveils-manufacturing-initiative/1#.VCj53Gd_sio [Accessed 27 Sep. 2014].

⁴⁴ President's Council of Advisors on Science and Technology. (2011). Report to the President on ensuring American leadership in advanced manufacturing. Executive Office of the President, Washington, DC, pp. 35–36.

⁴⁵ Wray R.L. (2017). Trumponomics: causes and prospects / L. Randall Wray // Real-World Economics Review, № 78, pp. 98–111.

⁴⁶ Міщенко В. (2008). Монетарний трансмісійний механізм в Україні / В.І. Міщенко, А.В. Сомик, З.С. Лисенко. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 144 с.; Моисеев С. (2005). Денежно-кредитная политика: теория и практика / С.Р. Моисеев. — М.: Экономистъ, 652 с.

вых рынков, облегчая за счет этого условия кредитования в некоторых секторах экономики⁴⁷.

Расширение баланса ФРС за счет реализации программ количественного смягчения путем крупномасштабных покупок казначейских ценных бумаг, ценных бумаг ипотечных агентств, обеспеченных ипотечными кредитами, и долговых обязательств ипотечных агентств, в сочетании с политикой «руководства к будущему», действительно позволило получить определенные результаты: значительно повысить ликвидность банковской системы, улучшить конъюнктуру ипотечного рынка и других рынков частного кредитования, понизить давление на долгосрочные ставки по кредитам⁴⁸. Все это оказывало позитивное, хотя и противоречивое, влияние на функционирование реального сектора экономики и экономики США в целом.

Доказательства положительных результатов денежно-кредитной политики монетарных властей США были получены в ряде научных исследований с использованием методов имитационного моделирования. Эти исследования в целом подтвердили результативность нетрадиционных мер ФРС — рост ВВП на 1–3 % (по сравнению с гипотетической ситуацией инерционного развития) и создание дополнительных рабочих мест. Хотя очевидно, что такие гипотетические оценки следует интерпретировать с осторожностью⁴⁹.

В любом случае, к концу 2014 г. правительство США пришло к выводу, что темпы восстановления экономики уже достаточные, и прекратило действие программ QE. Ситуация на самом деле существенно улучшилась. Совет экономических консультантов при Президенте США (Council of Economic Advisers) отмечал: «В то время как восстановление в США продвигалось вперед, экономика росла на более устойчивой основе, чем до начала глобального финансово-экономического кризиса. В действительности Соединенные Штаты улучшили несколько структурных диспропорций, которые ставили под угрозу стабильность экономики до кризиса. Бум внутреннего производства энергии снизил зависимость США от иностранной нефти, что помогло сократить дефицит счета текущих операций и уменьшить зависимость США от иностранных заимствований. Скорость роста цен в здравоохранения была самой низкой почти за 50 лет. Дефицит федерального бюджета сокращался самыми быстрыми темпами со времен демобилизации после Второй мировой войны, а домашние хозяйства тратят меньшую часть своих доходов на обслуживание долгов по сравнению с предыдущими десятилетиями»⁵⁰.

⁴⁷ *Bernanke B.* (2012). *Monetary Policy since the Onset of the Crisis* / Ben S. Bernanke. — Wyoming, Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, August 31, 24 pp.

⁴⁸ *Жигаев А.* (2012). Некоторые актуальные вопросы взаимосвязи финансовой стабильности и денежно-кредитной политики (на примере Федеральной резервной системы США) / А.Ю. Жигаев // Деньги и кредит, № 2, с. 21–32.

⁴⁹ *Bernanke B.* (2012). *Monetary Policy since the Onset of the Crisis* / Ben S. Bernanke. — Wyoming, Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, August 31, pp. 7–8.

⁵⁰ United States. President. (2015). *Economic Report of the President Transmitted to the Congress*, February 2015. Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers, p. 21.

Что касается рисков и издержек, связанных с монетарной политикой и реализацией программ QE, то в их числе можно назвать угрозу нарушений механизма функционирования рынков ценных бумаг (вследствие доминирования ФРС в отдельных сегментах этих рынков); снижение доверия общества к монетарным властям в связи с сомнениями в том, что они способны плавно выйти из аккомодационной политики в надлежащий момент; риски для финансовой стабильности (вследствие возникновения у некоторых типов инвесторов неоправданных надежд на высокую доходность торговых операций); вероятность существенных финансовых потерь ФРС в случае, если процентные ставки неожиданно вырастут⁵¹.

Политика количественного смягчения получила неоднозначную оценку Конгресса США. Имели место скандалы, вызванные подозрениями в злоупотреблениях со стороны ФРС в связи с проведением забалансовых операций и отказом раскрыть информацию о том, кому именно было оказана поддержка и др. Некоторые конгрессмены требовали для ФРС даже ликвидации, национализации, усечения полномочий, проведения глубокого аудита и т. д. Тогда же зародилось известное движение «Захвати Уолл-стрит»⁵². Существовала точка зрения, что программу QE3 специально «придержали» до осени 2012 г. для того, чтобы создать благоприятный экономический фон претенденту на пост президента США от Демократической партии⁵³.

Действия в рамках программ QE получили также негативные оценки ряда экономических экспертов⁵⁴, которые считают, что из-за низких базовых процентных ставок держатели облигаций (пенсионные фонды, страховые компании, домохозяйства⁵⁵) недополучили доходы, а основные бенефициары такой

⁵¹ *Bernanke B.* (2012). *Monetary Policy since the Onset of the Crisis* / Ben S. Bernanke. — Wyoming, Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, August 31, 24 pp.

⁵² Occupywallst.org. (2014). *About Us Occupy Wall St.org.* [online] Available at: <http://occupywallst.org/about/> [Accessed 27 Sep. 2014].

⁵³ *Катаонов В.* (2015). «Количественные смягчения» или Коррупция в особо крупных масштабах. — Фонд Стратегической Культуры | Strategic Culture Foundation. [online] Fondsk.ru. Available at: <http://www.fondsk.ru/news/2012/09/24/kolichestvennye-smjagchenia-ili-korruptija-v-osobo-krupnyh-masshtabah-16720.html> [Accessed 11 Mar. 2015].

⁵⁴ *Randazzo A.* (2012). *How Quantitative Easing Helps the Rich and Soaks the Rest of Us.* [online] Reason.com. Available at: <http://reason.com/archives/2012/09/13/occupy-the-fed> [Accessed 14 Nov. 2014]; *Putnam B.* (2014). *The Yellen Fed and US Labor Market Dynamics* / Blu Putnam and Samantha Azzarello. — CME GROUP, Market Insights, 11 pp.; *Hunter G.* (2012). *Hyperinflation is Virtually Assured.* — John Williams | Greg Hunter's USAWatchdog. [online] Usawatchdog.com. Available at: <http://usaGwatchdog.com/hyperinflation-is-virtually-assured-john-williams/> [Accessed 27 Sep. 2014]; *Frank R.* (2012). *Does Quantitative Easing Mainly Help the Rich?* [online] CNBC. Available at: <http://www.cnbc.com/id/49031991> [Accessed 27 Sep. 2014]; *Brown E.* (2014). *Why QE2 failed: the money all went offshore.* [online] Available at: http://www.webofdebt.com/articles/why_q.php [Accessed 27 Sep. 2014].

⁵⁵ Анализ специалистов The Mc Kinsey Global Institute в части процентных доходов и расходов показал, что сверхнизкие процентные ставки понизили издержки займов для правительств, что позволило им в некоторых случаях повысить финансирование общественных расходов. Дополнительные доходы получили также нефинансовые корпора-

политики — банки — не заинтересованы в честных и полезных для общества правилах игры.

Полученные от ФРС деньги банки направляют туда, где возможен максимальный доход (на товарные и финансовые рынки, в сферу спекуляций и т. п.), а в реальный сектор экономики попадают крохи. При этом новых рабочих мест не хватает даже для того, чтобы поглотить прирост новых рабочих рук на рынке труда, а главным реальным следствием политики ФРС является регрессивное перераспределение доходов в обществе: QE «является существенно *регрессивной* программой перераспределения, повышающей богатство для уже занятых в финансовом секторе или тех, кто уже владеет домами, но проходящей мимо остальной части экономики. Это — основной драйвер неравенства доходов»⁵⁶.

Более развернуто финансово-экономические результаты монетарного стимулирования экономики США в посткризисный период рассмотрены далее.

Динамика процентных ставок

Нетрадиционные меры монетарной политики ФРС являются важным фактором, определяющим динамику процентных ставок в экономике США, и, по крайней мере, частично объясняют их снижение, наблюдавшееся на протяжении ряда лет. Хотя, разумеется, существует множество других факторов, оказывающих влияние на этот важный экономический показатель. Тем более, что финансово-экономический кризис 2007—2008 гг., который существенно повлиял на всю мировую экономику, подтвердил, что иногда в сфере монетарной политики события развиваются не так, как того можно было ожидать согласно положениям стандартной экономической теории.

Поэтому для выявления корней возникающих здесь проблем обычных линейных зависимостей (в том числе между процентными ставками и доходностью ценных бумаг), а также трендового анализа, основанного на изучении прошлых данных и тенденций, может быть недостаточно. Например, в сложившихся после QE условиях умеренное повышение процентных ставок не связано с ухудшением ожиданий инвесторов непосредственно, поскольку дает им сигналы о том, что экономика страны достаточно окрепла и уже не нуждается в дальнейшей поддержке со стороны регулятора.

В результате реализации программ QE эффективная процентная ставка по федеральным фондам, по которой банки США предоставляют свои избы-

ции, хотя они не были трансформированы в реальные инвестиции в связи с осторожными оценками будущего спроса. А домохозяйства, напротив, проиграли в терминах процентных доходов и расходов, хотя этот негативный эффект, возможно, был компенсирован приростом благосостояния в результате роста стоимости активов. (См.: *Dobbs R.* (2013). QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks / Richard Dobbs, Susan Lund, Tim Koller and Ari Shwayder. — McKinsey Global Institute, Discussion paper, November 2013, 61 pp.).

⁵⁶ *Randazzo A.* (2012). How Quantitative Easing Helps the Rich and Soaks the Rest of Us. [online] Reason.com. Available at: <http://reason.com/archives/2012/09/13/occupy-the-fed> [Accessed 14 Nov. 2014].



Рис. 2.2. Динамика эффективной ставки по федеральным фондам США и по ипотечным займам для 30-летней ипотеки

Источник: Board of Governors, FHLMC.

точные резервы в кредит на короткие сроки другим банкам, была понижена до минимальных значений (рис. 2.2).

Программа выкупа обеспеченных закладными ценных бумаг федеральных ипотечных агентств в целом может считаться успешной — она привела к снижению ставок по ипотечным займам с 6,6 % для 30-летней ипотеки в июле 2008 г. до 3,9 % в конце 2011 г. и до 3,3 % в конце 2012 г. В течение 2013—2014 гг. ставка стабилизировалась на уровне 3,8—4,6 % (с тенденцией к дальнейшему понижению).

В то же время результаты выкупа казначейских облигаций выглядели более противоречивыми.

Как известно, механизм действия программы выкупа долгосрочных казначейских облигаций объясняет теория сегментации рынка или теория преимущественной среды (англ. preferred habitat theory⁵⁷). Согласно этой теории, разные типы инвесторов отдают предпочтение ценным бумагам с определенными сроками до погашения. Поэтому разные ценные бумаги не являются совершенными субститутами, так что инвесторы не могут быстро отказаться, например, от вложений в долгосрочные ценные бумаги в пользу аналогичных ценных бумаг с более коротким сроком до погашения. Таким образом, политика QE, повышающая спрос на долгосрочные казначейские облигации, должна приводить к росту их цен, с одновременным падением доходности (прибыльности), поскольку цены на облигации и доходности по ним находятся в обратной зависимости.

⁵⁷ Investopedia. (2009). Preferred Habitat Theory Definition | Investopedia. [online] Available at: <http://www.investopedia.com/terms/p/preferred-habitat-theory.asp> [Accessed 5 Apr. 2017].

На практике через 4 года после начала программы выкупа казначейских облигаций их доходность снизилась более чем на 100 б. п. Однако внутри данного периода происходили весьма существенные и иногда непредсказуемые колебания доходности. Тем не менее, такая динамика наблюдаемых переменных не является доказательством неэффективности нетрадиционных мер монетарного стимулирования, использованных ФРС⁵⁸.

Результаты ряда научных исследований⁵⁹ показывают, что действия ФРС все же позволили снизить доходность казначейских облигаций, если сравнивать ее с гипотетическим уровнем, который мог бы наблюдаться в отсутствие таких действий. По оценкам специалистов⁶⁰, «...Программы покупки активов, осуществляемые ФРС, значительно понизили доходности долгосрочных облигаций. Доходности государственных облигаций упали значительно, а цены на некоторые рискованные активы увеличились после анонсирования программ. Программы покупки имели прочное и большое влияние на доходности посредством изъятия предложения облигаций с рынка».

Проведение ФРС политики количественного смягчения позволило достичь одну из важных промежуточных целей — снизить общий уровень стоимости финансовых ресурсов в США, а не только тех инструментов, которые участвовали в реализации программ QE. Так, средние уровни доходности корпоративных облигаций, обладающих инвестиционным рейтингом Aaa по шкале Moody's (англ. Moody's Seasoned Aaa Corporate Bond Yield, Not Seasonally Adjusted), уменьшились с 6,3 % в октябре 2008 г. (перед началом программы QE1) до 3,9 % в октябре 2014 г., когда Федеральный комитет открытого рынка ФРС США принял решение завершить программу количественного смягчения QE3 (рис. 2.3).

Кроме того, с конца 2008 г. наблюдалось постепенное улучшение условий кредитования предприятий и домашних хозяйств. В частности, процентные ставки по кредитам на покупку новых автомобилей сроком на 2 года (англ. Finance Rate on Consumer Installment Loans at Commercial Banks, New Autos 48 Month Loan, Not Seasonally Adjusted) упали с 7,1 % в ноябре 2008 г. до 5,9 % в ноябре 2010 г., до 4,8 % в ноябре 2012 г. и до 4,1 % в ноябре 2014 г.

Сходную динамику имели процентные ставки по депозитам. Так, если в III кв. 2007 г. процентная ставка по 3-месячным депозитным сертификатам (англ. 3-Month or 90-day Rates and Yields: Certificates of Deposit, Not Seasonally

⁵⁸ Евдокимова Т. (2013). Влияние денежно-кредитной политики на экономику США в посткризисный период / Т.В. Евдокимова // Россия и Америка в XXI веке, № 1.

⁵⁹ D'Amico S. (2010). Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases / S. D'Amico and T. King. — Federal Reserve Board, Washington, D.C., Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Finance and Economics Discussion Series, No. 52, 38 p.; Gagnon J. (2011). The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases / J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache and B. Sack // International Journal of Central Banking, vol. 7 (March), pp. 3–43; Meaning J. (2011). The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes / J. Meaning and F. Zhu // Bank of International Settlements Quarterly Review, pp. 73–83.

⁶⁰ Meaning J. (2011), p. 81.

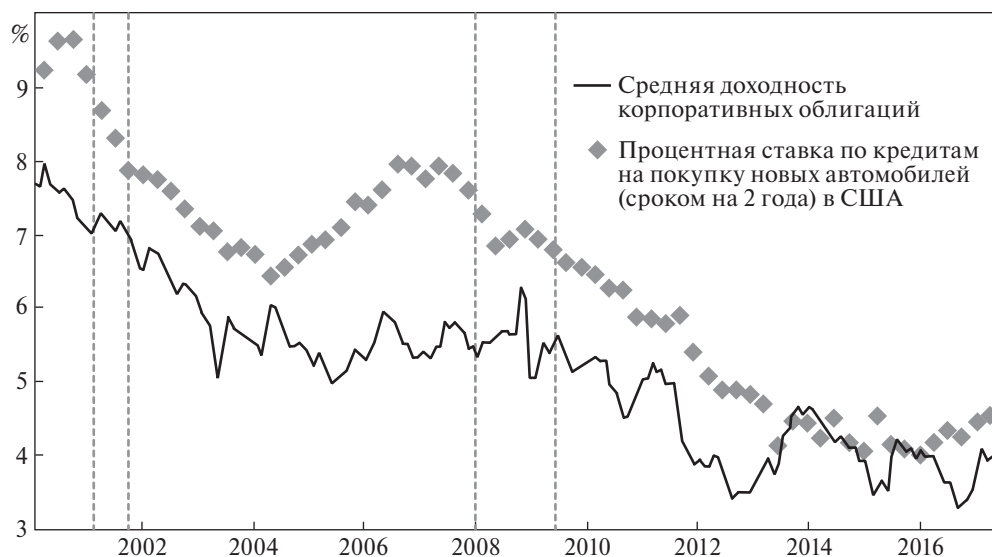


Рис. 2.3. Динамика средней доходности корпоративных облигаций и процентных ставок по кредитам на покупку новых автомобилей сроком на 2 года в США

Источник: Board of Governors, Moody's.

Adjusted) достигала 5,4 %, то со II кв. 2009 г. она уже не превышала 1 %, а на конец 2014 г. составляла 0,12 %.

Что касается прогнозов руководителей ФРС относительно выхода из аккомодационной политики и изменения эффективной процентной ставки по федеральным фондам, то в ближайшие годы ожидается ее постепенное повышение с 1,4 % (в 2017 г.) до 3 % (в 2019 г.)⁶¹.

Кредитование

Описанная динамика процентных ставок последних лет в США свидетельствует о постепенном улучшении ситуации в сфере кредитования после финансово-экономического кризиса и облегчении доступности кредитов для американских заемщиков, следствием чего является рост объемов выданных кредитов (рис. 2.4 и 2.5).

По данным бюро кредитных историй Equifax, в I полугодии 2014 г. кредитные организации США выдали займов на \$34,5 млрд, что на 8,7 % больше, чем за аналогичный период предыдущего года. Этот показатель вырос в I кв. 2014 г. четвертый год подряд после низкого уровня в \$26,7 млрд, который наблюдался в I полугодии 2010 г.⁶². В дальнейшем такие позитивные тенденции продолжились.

⁶¹ Archival FRED. (2017). FOMC Summary of Economic Projections for the Fed Funds Rate, Median | St. Louis Fed. [online] Available at: <https://alfred.stlouisfed.org/> [Accessed 27 Apr. 2017].

⁶² Росбалт. (2015). Банки США наращивают потребительское кредитование. [online] Available at: <http://www.rosbalt.ru/business/2014/09/22/1317753.html> [Accessed 14 Mar. 2015].

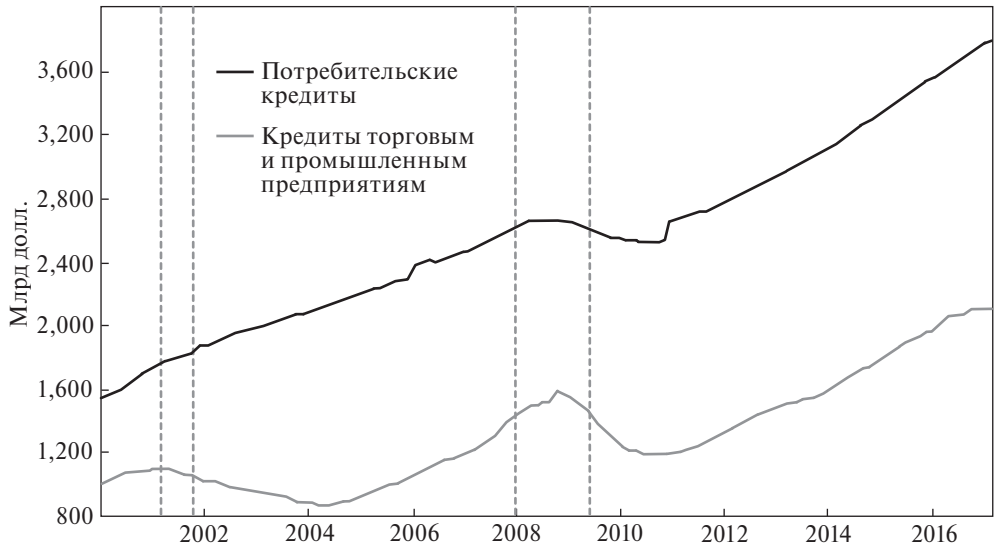


Рис. 2.4. Динамика деловых и потребительских кредитов, выданных коммерческими банками США

Источник: Board of Governor of the FRS (US).

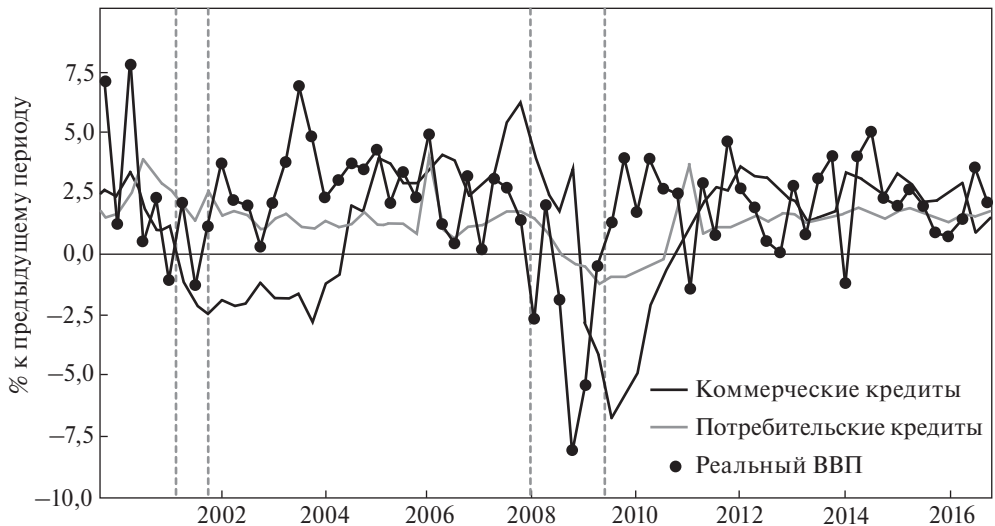


Рис. 2.5. Темпы роста кредитования и ВВП США

Источник: BEA, Board of Governors.

Наблюдался также существенный прогресс в уменьшении удельного веса неработающих кредитов (по которым выплата процентов и основного долга просрочена на 90 дней и больше, или есть иные основания сомневаться в том, что выплаты будут осуществлены в полном объеме). В последние годы в этом отношении ситуация в США значительно лучше, чем в среднем по Европе

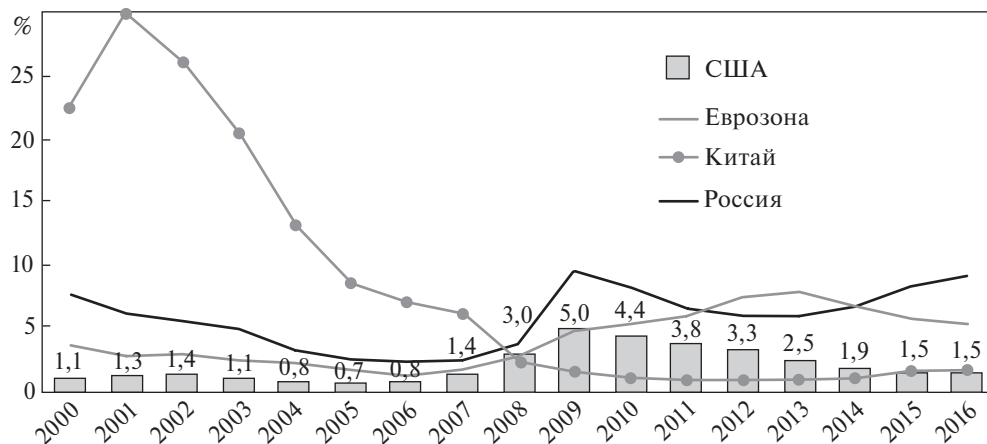


Рис. 2.6. Неработающие кредиты банков в процентах к общей сумме займов в некоторых странах мира

Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

(зоне евро — рис. 2.6), и соответствующие показатели США превзошли показатели традиционно осторожных и дисциплинированных немецких субъектов хозяйствования.

В целом обусловленное политикой QE снижение стоимости финансовых ресурсов способствовало постепенному восстановлению устойчиво высокой кредитной активности в США и, как результат, обеспечению стабильного и относительно хорошего экономического роста. Темпы роста кредитной задолженности в секторе нефинансовых корпораций продвинулись в зону положительных значений в IV кв. 2010 г., а с III кв. 2011 г. они вышли на уровень +10% в год. С тех пор с некоторыми колебаниями эти положительные темпы, способствующие росту ВВП, сохраняются (рис. 2.5).

Что касается кредитования домашних хозяйств, то темпы роста их задолженности были отрицательными с начала 2009 г. Однако в дальнейшем ситуация здесь также постепенно улучшилась (таблица).

В июле 2014 г. был зафиксирован максимальный прирост объемов выданных потребительских кредитов после 2010 г., когда действовала программа стимулирования американского автопрома «наличные за автохлам» (англ. cash-for-clunkers). Это стало сигналом улучшения потребительских настроений в США и повышения доступности кредитов⁶³. Таким образом, в США, как правило, финансовые ресурсы становятся доступнее именно тогда, когда улучшаются деловые ожидания и усиливается желание клиентов пользоваться кредитами как для развития бизнеса, так и для личных целей.

⁶³ ГК TeleTrade. (2014). Объем выданных потребительских кредитов в США достиг нового рекордного уровня | Новости валютного рынка на 08.09.2014 — ГК TeleTrade. [online] Available at: <http://www.teletrade.ru/analytics/news/3388506> [Accessed 24 Nov. 2014].

Временное уменьшение общих долговых обязательств домохозяйств США после 2007 г. было связано, прежде всего, с проблемами на рынке ипотечного кредитования. В течение 2008—2011 гг. портфель ипотечных кредитов сокращался. Заемщики прекращали выплачивать кредиты по причине потери работы или вследствие того, что после падения цен на недвижимость стоимость выданных кредитов стала превышать текущую рыночную стоимость имущества. Падение стоимости недвижимости, которая является основным активом для многих домохозяйств, обусловило снижение их благосостояния (при этом

Потребительское кредитование в США (с учетом сезонных колебаний), \$ млрд

Показатели	Годы					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Общее процентное изменение (в годовом исчислении)						
возобновляемые	-3,9	-1,0	4,1	6,2	6,0	7,2
невозобновляемые	-8,8	-7,6	0,2	0,5	1,4	4,0
Общий поток (в годовом исчислении)						
возобновляемые	-1,0	2,7	5,9	8,3	7,9	8,4
невозобновляемые	-103,6	-25,3	108,5	163,9	175,8	221,9
Общая задолженность						
возобновляемые	-88,0	-69,7	1,8	4,1	11,8	34,0
невозобновляемые	-15,7	44,4	106,8	159,8	164,0	187,9
Общая задолженность	2552,8	2647,4	2755,9	2919,7	3095,6	3317,4
возобновляемые	916,8	840,0	841,7	845,2	857,1	891,1
невозобновляемые	1636,1	1807,4	1914,2	2074,5	2238,5	2426,4

Показатели	2016 г., поквартально					
	2015	2016	Q1	Q2	Q3	Q4
Общее процентное изменение (в годовом исчислении)						
возобновляемые	7,1	6,5	6,1	6,1	6,5	6,6
невозобновляемые	5,4	6,5	6,1	6,3	5,2	7,9
Общий поток (в годовом исчислении)						
возобновляемые	7,7	6,5	6,1	6,0	7,0	6,1
невозобновляемые	234,3	229,0	216,1	218,5	237,7	243,7
Общая задолженность						
возобновляемые	47,8	61,3	57,4	59,7	50,5	77,5
невозобновляемые	186,5	167,7	158,7	158,8	187,2	166,2
Общая задолженность	3536,7	3765,7	3590,8	3645,4	3704,8	3765,7
возобновляемые	938,8	1000,1	953,2	968,1	980,7	1000,1
невозобновляемые	2597,9	2765,7	2637,6	2677,3	2724,1	2765,7

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System. Consumer Credit — G19.

ФРС оценивает потери населения по сравнению с 2005 г. в \approx \$5 трлн⁶⁴) и уменьшение сумм доступного им залога.

Последовавшее в 2012—2013 гг. восстановление ипотечного кредитования оказалось неустойчивым. В июле 2014 г. председатель ФРС Джанет Йеллен (Janet L. Yellen) заявила о том, что восстановление на рынке жилья США застопорилось после начавшегося в 2013 г. роста ипотечных ставок. В частности, произошедшее повышение фиксированных ставок по 30-летним ипотечным кредитам с 3,3 до 4,4 % и по 15-летним ипотечным кредитам с 2,6 до 3,5 % не позволило широкому кругу американских заемщиков со слабой кредитной историей приобретать жилье.

Тем не менее, ситуация в сфере ипотечного кредитования постепенно изменилась к лучшему. Принятые правительством США меры по рефинансированию кредитов миллионам американских граждан и целевой поддержке наиболее пострадавших территориальных общин⁶⁵, в комплексе с ростом количества рабочих мест и заработных плат в экономике страны, позволили снизить показатель задолженности домохозяйств по ипотечным кредитам по отношению к располагаемому личному доходу и переломить неблагоприятную тенденцию к снижению цен на жилье⁶⁶. В 2016 г. объемы выданных ипотечных кредитов в США выросли. Ожидается их существенный (более 10 %) рост и в 2017 г.⁶⁷.

Фондовый рынок

Предпринятые ФРС меры в сфере монетарной политики оказали серьезную поддержку рынкам ценных бумаг. Индекс S&P 500, падение которого с октября 2007 г. по март 2009 г. составило почти 60 %, практически восстановился до своих максимальных предкризисных значений уже к концу 2012 г.⁶⁸. Как следствие, сложился определенный дисбаланс между динамичным и стабильным ростом фондового рынка и относительно неустойчивым состоянием реального сектора экономики США (рис. 2.7).

Рынок акций каждый раз положительно реагировал на анонсирование ФРС новых мер монетарного стимулирования и демонстрировал достаточно уверенный рост в процессе реализации запланированных мер (рис. 2.8). Затем происходили корректировка и замедление роста, пока он не возобновлялся при анонсировании ФРС новых действий в рамках политики QE. При этом общая тен-

⁶⁴ Yellen J. (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response / Janet L. Yellen // A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. — Washington, D.C., p. 6.

⁶⁵ United States. President. (2017). Economic Report of the President Transmitted to the Congress, January 2017. Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers, p. 37.

⁶⁶ Там же, p. 365.

⁶⁷ Ramirez K. (2016). MBA predicts double-digit growth for new mortgage lending. [online] Available at: <http://www.housingwire.com/articles/38353-mba-predicts-double-digit-growth-for-new-mortgage-lending> [Accessed 27 Apr. 2017].

⁶⁸ Евдокимова Т. (2013).

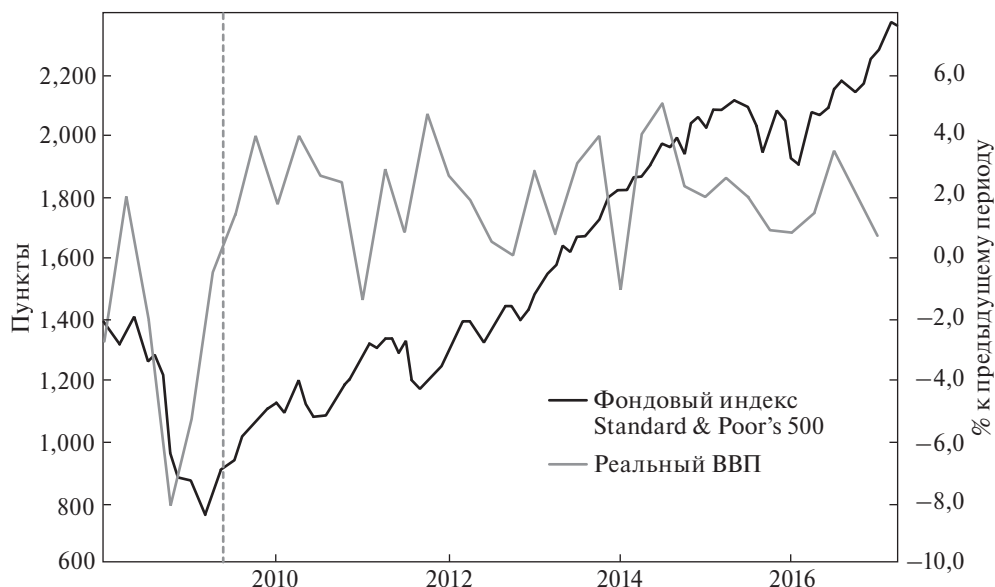


Рис. 2.7. Сравнительная динамика фондового индекса Standard & Poor's, корзина которого включает 500 акционерных компаний США с наибольшим уровнем капитализации (S&P 500), и ВВП США

Источник: S&P Dow Jones Index LLC, US Bureau of Economic Analysis.

денция такова, что корректировки, следующие за анонсированными мерами ФРС, с каждым разом становились все ограниченнее.

Меры ФРС в рамках политики QE способствовали восстановлению предрасположенности инвесторов к риску. Связывая с экстренными действиями ФРС надежды на ускорение восстановления экономики, инвесторы увеличивали вложения в акции как в более рискованный, но зато и более доходный инструмент, одновременно уменьшая вложения в казначейские облигации, обычно пользующиеся спросом в периоды наибольшей неопределенности на рынках.

Такая логика поведения инвесторов служит одним из возможных объяснений динамики стоимости условно безрисковых (казначейских облигаций) и рискованных (акции) активов. Периодам стимулирующих мер со стороны ФРС отвечает уверенный рост рынка акций при стабильной динамике доходности и цен казначейских облигаций. При отсутствии стимулирующих мер, когда ожидания инвесторов ухудшаются, рост рынка акций замедляется, а доходность казначейских облигаций снижается под влиянием повышения спроса на них как на наиболее надежные и ликвидные активы⁶⁹.

Вместе с тем существует точка зрения, что на самом деле меры ФРС по поддержанию очень низких процентных ставок не оказали сильного влияния на рынки ценных бумаг. Как отмечают специалисты McKinsey, «...мы нашли немного убедительных доказательств того, что сверхнизкие процентные

⁶⁹ Евдокимова Т. (2013).

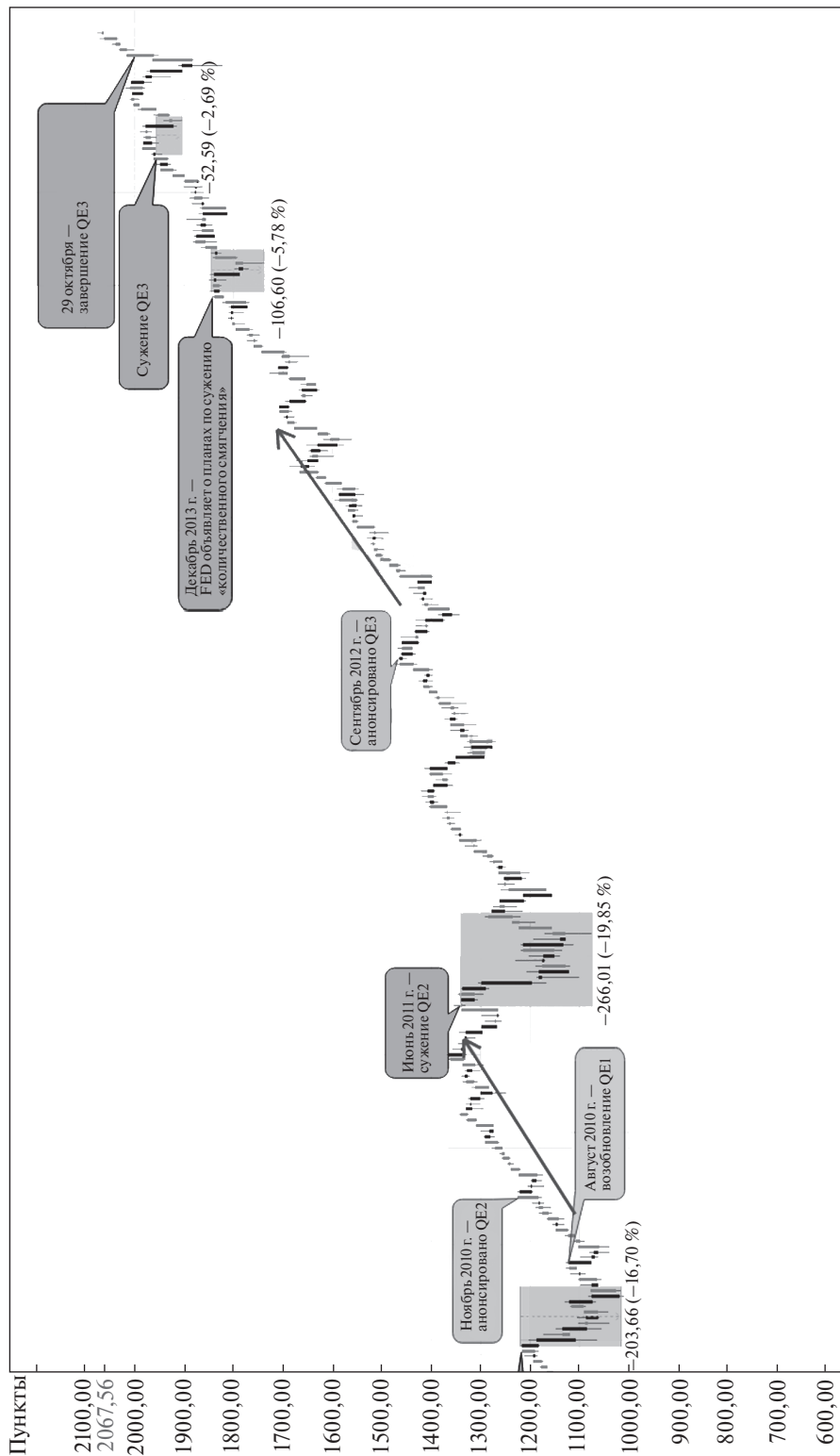


Рис. 2.8. Взаимосвязь индекса S&P 500 и действий ФРС в рамках политики «количественного смягчения»
 Источник: S&P 500 Index.

ставки подняли фондовые рынки. Хотя уведомления об изменениях в политике сверхнизких ставок действительно стимулировали краткосрочные рыночные сдвиги цен на акции, но эти сдвиги не сохраняются в долгосрочной перспективе. Кроме того, есть мало свидетельств крупномасштабных изменений цен акций как результата поиска доходов инвесторами. Коэффициенты «рыночная стоимость акции / чистая прибыль компании в расчете на одну акцию» и «рыночная стоимость акции / номинальная стоимость акции» на фондовых рынках не выше, чем средние долгосрочные показатели»⁷⁰.

В этой связи следует отметить, что существуют, по меньшей мере, три канала влияния политики QE на рынки ценных бумаг.

Первый канал — QE снижает ставки дисконтирования, используемые инвесторами, которые, в свою очередь, определяют текущую стоимость будущих потоков доходов и, значит, цены на фондовых рынках. Поэтому действия ФРС по снижению безрисковой ставки доходности, доступной инвесторам, делают рискованные активы привлекательнее. Но, как считают специалисты McKinsey, рационально действующие хозяйствующие субъекты осознают временный характер программ QE, а, следовательно, не будут уменьшать ставку дисконтирования, используемую ими для оценки будущих денежных потоков. Против этого, конечно, можно возразить, что основной эффект QE заключается в том, чтобы информировать инвесторов о низкой траектории ставки в течение большего промежутка времени, чем ожидалось, в результате чего ставка дисконтирования должна все же опуститься, а цены на акции — возрасти⁷¹.

Второй канал — «эффект портфеля» (англ. portfolio effect), когда, как отмечалось, в условиях снижения доходности по ценным бумагам с фиксированным доходом инвесторы переходят на акции и другие активы с большей доходностью. Однако, как подчеркнуто в докладе McKinsey⁷², в реальности инвесторы не переключаются между активами классов так легко, как того можно было бы ожидать согласно теории. Действительно, в погоне за прибылью инвесторы могут менять состав своих портфелей, но существует не так много доказательств того, что они на самом деле готовы менять облигации на акции. Деньги, которые приходят на фондовый рынок, как правило, поступают не от продажи облигаций, а от институциональных инвесторов (включая иностранных).

И наконец, третий канал — рост прибыли корпоративных структур в связи со снижением стоимости заимствований, который, по некоторым оценкам, может достигать 5 %⁷³. Но если рыночные агенты считают, что влияние пониженных процентных ставок на корпоративную прибыль является временным, то их ожидания в отношении долгосрочной доходности не изменятся.

⁷⁰ *Dobbs R.* (2013). QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks / Richard Dobbs, Susan Lund, Tim Koller, Ari Shwayder. — McKinsey Global Institute, Discussion paper, November, p. 3.

⁷¹ *Carney J.* (2013). Is the Fed really driving up stock prices? [online] CNBC. Available at: <http://www.cnbc.com/id/101199609#> [Accessed 1 Dec. 2014].

⁷² *Dobbs R.* (2013).

⁷³ *Carney J.* (2013).

В целом позитивное влияние нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики на подъем индикаторов фондовых рынков действительно имело место, хотя, учитывая указанные обстоятельства, силу этого влияния переоценивать не следует.

Рынок труда

Финансово-экономический кризис 2007—2008 гг. не только затронул монетарные переменные, но и оказал сильное негативное влияние на показатели функционирования реального сектора экономики (и прежде всего, в сфере занятости населения).

Основная причина роста безработицы в условиях этого кризиса в США заключалась в общем снижении платежеспособного спроса населения, который в предыдущие периоды поддерживался ростом задолженности домашних хозяйств, бизнес-структур и государства. Рецессия, временно парализовав систему кредитования, привела к резкому падению покупательной способности населения. Все это негативно сказалось на экономике США, где потребительский бум начала 2000-х в значительной степени был инспирирован кредитной экспансией банков. Отсюда — падение экономической активности и самый высокий за последние 30 лет уровень безработицы в 2010 г.^{74, 75} (рис. 2.9).

Финансово-экономический кризис, стартовавший в 2007 г., характеризовался длительным периодом слабости рынка труда. Через три года после окончания острой фазы кризиса в декабре 2012 г. безработица все еще составляла 7,8 %, что существенно превышало целевой диапазон ФРС⁷⁶. Слабость рынка труда продемонстрировал, прежде всего, государственный сектор, который в период монетарной экспансии ФРС потерял около 850 тыс. рабочих мест — вместо того, чтобы создавать новые рабочие места, как это обычно бывает в периоды кризисов⁷⁷.

Очевидно, что снижение безработицы более быстрыми темпами требовало ускорения экономического роста. В 2011—2012 гг., при темпах роста ВВП на уровне 1,6—2,3 % в экономике США ежемесячно создавалось около 160 тыс. новых рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора (англ. employees on nonagricultural payrolls)⁷⁸. Тем не менее, в 2012 г. общее количество рабочих мест (134,1 млн) оста-

⁷⁴ Последний раз такая высокая — около 10 % — безработица наблюдалась в 1982 г., в самом начале периода «рейганомики», т. е. реализации администрацией Президента США Р. Рейгана комплекса либеральных мер по восстановлению конкурентоспособности американского хозяйства. (См.: *Niskanen W.* (2015). *Reaganomics: The Concise Encyclopedia of Economics* | Library of Economics and Liberty. [online] Available at: <http://www.econlib.org/library/Enc1/Reaganomics.html> [Accessed 15 Mar. 2015]).

⁷⁵ ИМЭМО РАН. (2011). Рынок труда: реакция на кризис (по материалам зарубежных стран). — М.: ИМЭМО РАН, с. 10.

⁷⁶ *Евдокимова Т.* (2013).

⁷⁷ *Putnam B.* (2014). *The Yellen Fed and US Labor Market Dynamics* / Blu Putnam and Samantha Azzarello. — CME GROUP, Market Insights, p. 9.

⁷⁸ United States. President. (2015). *Economic Report of the President Transmitted to the Congress, February 2015. Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers*, p. 400.

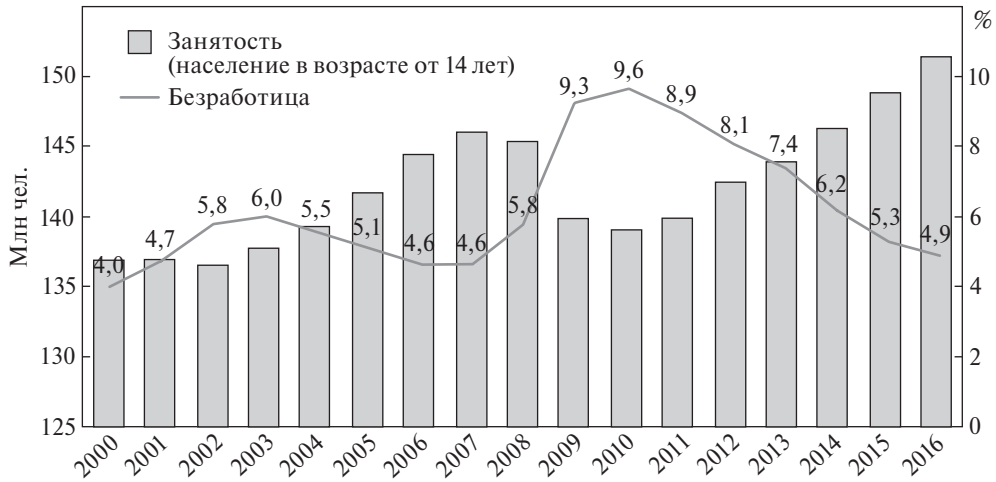


Рис. 2.9. Занятость (гражданская рабочая сила) и безработица (% общей рабочей силы) в США
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators; United States. President. Economic Report of the President Transmitted to the Congress.

валось существенно меньшим, чем в 2007 г. (137,9 млн). До конца 2013 г. удалось восстановить $\approx 3/4$ рабочих мест, потерянных вследствие кризиса, а докризисный показатель занятости удалось превзойти только по итогам 2014 г. (см. рис. 2.9).

Чтобы определить, насколько действенны монетарные методы стимулирования экономики, важно установить, в какой мере текущий уровень безработицы объясняется циклическими факторами, а в какой — обусловлен увеличением структурной безработицы. Одним из инструментов, который позволяет это выяснить, является кривая Бевериджа (англ. Beveridge curve) — графическое изображение зависимости между уровнем безработицы и количеством свободных рабочих мест. Отрицательный наклон этой кривой объясняется тем, что в периоды экономического подъема безработица снижается, и становится все сложнее нанять квалифицированных работников, а потому количество вакантных рабочих мест растет. Периодам спада, наоборот, соответствуют увеличение безработицы и сокращение вакансий. В периоды рецессии, как правило, происходит движение вниз по кривой, тогда как сдвиг самой кривой связан с изменением структурной безработицы и некоторыми другими факторами.

Как отмечают исследователи⁷⁹, промежуток времени с декабря 2000 г. по декабрь 2007 г. характеризовался устойчивой зависимостью между безработицей и незанятыми рабочими местами. Но с конца 2010 г. зависимость, существовавшая до кризиса, начала разрушаться, вследствие чего произошел переход на более высокую кривую. Тем не менее, такой сдвиг кривой может считаться типичным для периодов посткризисного восстановления и, наряду с усилением несоответствия между квалификацией работников и запросами работодателей, объ-

⁷⁹ Евдокимова Т. (2013).

ясняется такими факторами, как улучшение социальной защиты безработных и повышение неопределенности в экономике⁸⁰. Если наблюдаемый высокий уровень безработицы можно в некоторой степени объяснить ростом структурной безработицы, то влияние циклических колебаний на рынке труда все еще остается значительным. В такой ситуации стимулирующая монетарная политика ФРС как инструмент решения проблем на рынке труда сохраняет свой регуляторный потенциал, что и было подтверждено событиями последних лет.

Для стимулирования полной занятости в рамках политики «forward guidance» ФРС в качестве главного индикатора состояния рынка труда выбрал показатель безработицы. В декабре 2012 г. его целевое значение, служащее сигналом к началу повышения ключевой процентной ставки, было установлено на уровне 6,5 %⁸¹. Во II полугодии 2014 г., в связи с ожидаемым повышением доходности облигаций, ФРС рассматривала возможность снижения целевого уровня безработицы до 5,5 или даже до 5 %⁸². Считается, что такие действия должны поддержать экономику, ведь риск роста инфляции увеличится при этом незначительно. Это поможет успокоить рынок, доходности облигаций начнут снижаться, а за ними начнут падать и ставки по ипотечным кредитам.

В 2014 г., в результате принятых мер, в США «длительная безработица существенно снизилась, меньше рабочих сообщают, что они могут найти рабочее место только на неполный рабочий день, когда они предпочли бы полную занятость, а темпы увольнений достигли почти докризисного уровня. Тем не менее, уровень участия в рабочей силе сегодня ниже, чем предполагают большинство оценок его тенденции, и рост заработной платы остается вялым, предполагая, что некоторая циклическая слабость сохраняется. Короче говоря, в восстановлении рынка труда был достигнут значительный прогресс, хотя остаются возможности для дальнейшего улучшения»⁸³.

К концу 2015 г. безработица в США снизилась до 5 %, а в 2016 г. составила даже менее 5 %⁸⁴. Когда в марте 2017 г. ФРС в очередной раз повысила ключевую ставку на 0,25 %, безработица держалась на почти докризисном уровне (4,6 %) ⁸⁵.

⁸⁰ *Daly M.* (2012). A search and matching approach to labor markets: Did the natural rate of unemployment rise? / M.C. Daly, B. Hobijn, A. Sahin and R.G. Valetta // *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26(3), pp. 3–26; *Ghayad R.* (2012). What Can We Learn by Disaggregating the Unemployment-Vacancy Relationship? / R. Ghayad and W. Dickens. — Federal Reserve Bank of Boston. Public policy Brief No. 12–3. October 2012. [online] Available at: <http://www.bostonfed.org/economic/ppb/2012/ppb123.pdf> [Accessed 27 Sep. 2014].

⁸¹ *Putnam B.* (2014). The Yellen Fed and US Labor Market Dynamics / Blu Putnam and Samantha Azzarello. — CME GROUP, Market Insights, p. 3.

⁸² *Vestifinance.ru.* (2014). ФРС может понизить целевой уровень по безработице. [online] Available at: <http://www.vestifinance.ru/articles/35462> [Accessed 28 Sep. 2014].

⁸³ *Traders Room.* (2015). Речь главы ФРС Джанет Йеллен. [online] Available at: <http://tradersroom.ru/translation/50839-2015-02-25-06-38-47> [Accessed 14 Mar. 2015].

⁸⁴ *United States. President.* (2017). Economic Report of the President Transmitted to the Congress, January 2017. Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers, p. 578.

⁸⁵ *Gillespie P.* (2017). Fed rate hike: Central bank signals faster pace in 2017. [online] CNNMoney. Available at: <http://money.cnn.com/2017/03/15/news/economy/fed-march-meeting/> [Accessed 30 Apr. 2017].

Стимулирование экономического роста

Финансовый кризис 2007—2008 гг. стал для экономики США наиболее серьезным испытанием со времен Великой депрессии. Затронув сначала монетарную сферу, он перешел затем на сферы занятости и материального производства. По данным Всемирного банка, в 2008 г. падение ВВП составило 2,9 % и в 2009 г. — 2,8 %. В 2007 г. ВВП на душу населения с учетом ППС уменьшился с \$50,97 тыс. до \$50,34 тыс. в 2008 г. и до \$48,50 тыс. в 2009 г. Еще хуже, что в 2008 г. в промышленности, определяющей темпы НТП, добавленная стоимость обвалилась на 5,5 % и в 2009 г. — на 7,7 %.

С 2010 г., в результате принятых антикризисных мер, началось экономическое восстановление: в 2010 г. темп роста ВВП США составил 102,5 %, в 2011 — 101,6, в 2012 — 102,3 и в 2013 г. — 102,2 %. Если при этом характеризовать абсолютные значения показателей, то максимальный предкризисный объем ВВП (2007 г.) был превзойден только в 2011 г. В 2014 г. восстановление экономики США продолжилось, и рост ВВП достиг 2,4 %⁸⁶. Между тем, например, экономика Китая в 2014 г. прибавила 7,3 %, то есть темпы ее роста были приблизительно в 3 раза выше американских.

Согласно приведенным данным, к тому времени экономика США в целом уже оправилась от тяжелого кризиса (что было признано ФРС, которая, как уже отмечалось, прекратила действие программы QE и перешла к политике осторожного повышения ключевой ставки), но так и не смогла выйти на траекторию опережающего динамичного роста, постепенно отставая в темпах развития от своего главного глобального конкурента — КНР (рис. 2.10).

Кроме того, важно подчеркнуть, что в историческом контексте ситуация также не выглядит блестяще. Темпы роста американской экономики в период восстановления после финансово-экономического кризиса 2007—2008 гг. уступали тем средним показателям, которые наблюдались в посткризисные периоды послевоенного времени. В течение первых трех лет после завершения рецессии (в 2010—2012 гг.) рост реального ВВП составил в среднем лишь 2,2 %, а за такие же интервалы после предыдущих 10 американских рецессий реальный ВВП увеличивался в среднем в 2 раза быстрее — на 4,6 % в год⁸⁷.

Следует, однако, указать, что, несмотря на перечисленные проблемы, в США экономическая активность выглядела хорошо по сравнению с той динамикой, которая наблюдалась в других развитых странах, в частности— в еврозоне, где спад ВВП был более глубоким (–4,4 % в 2009 г.), а дальнейшее восстановление — более медленным (+2 % в 2010 г. и +1,4 % в 2011 г.). В 2012—2013 гг., на фоне обострения кризиса суверенных долгов, в Еврозоне вновь

⁸⁶ United States. President. (2015). Economic Report of the President Transmitted to the Congress, February 2015. Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers, p. 384.

⁸⁷ Yellen J. (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response / Janet L. Yellen // A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. — Washington, D.C., pp. 1–2.

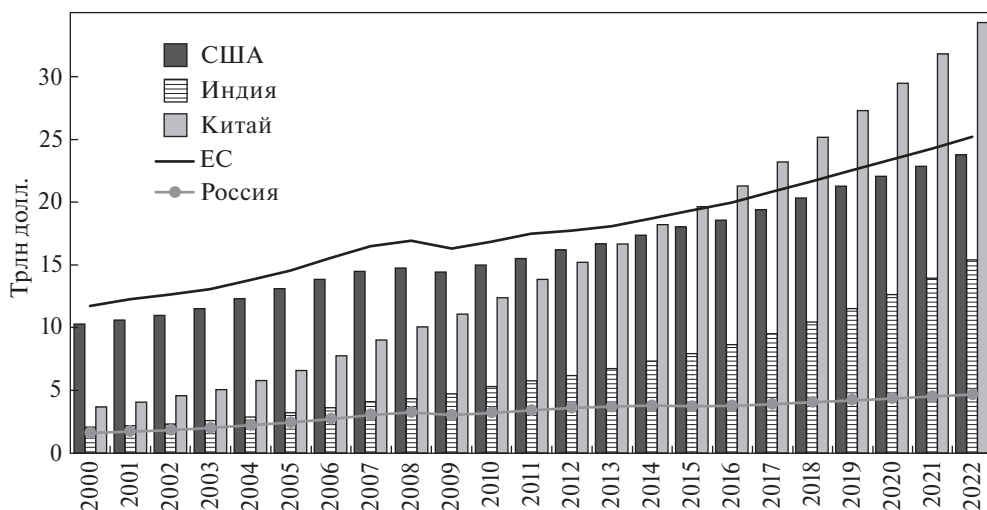


Рис. 2.10. Экономика отдельных стран мира (по показателю ВВП с учетом ППС)
 Составлено по данным: IMF, World Economic Outlook Database; IMF Staff Estimates.

были зафиксированы падения ($-0,7$ и $-0,4$ %), а в 2014 г. ожидался вялый рост (приблизительно $0,8$ %) ⁸⁸.

Одним из главных факторов, обеспечивших восстановление американской экономики, стала стимулирующая политика ФРС. Специалисты The Mc Kinsey Global Institute свидетельствуют: «Многие исследования, академические и центральных банков, показали, что меры, принятые центральными банками, предотвратили более глубокий спад и высокий уровень безработицы, которые в противном случае могли бы иметь место. Оценки, полученные с помощью макроэкономических моделей Федеральной резервной системы США, Банка Англии и других, показывают, что по сравнению со сценарием, в котором не было предпринято никаких действий, нетрадиционная денежно-кредитная политика улучшила ВВП от 1 до 3 процентов, понизила уровень безработицы приблизительно на 1 процентный пункт и предотвратила дефляцию. Если чрезвычайные меры, задействованные в начале финансового кризиса, действительно предотвратили неконтролируемую нисходящую спираль глобальной финансовой системы, то макроэкономическое значение предотвращения ущерба может быть даже намного больше, чем показывают эти оценки» ⁸⁹.

Что касается тех факторов, которые мешали восстановлению экономического роста на основе использования возможностей монетарного механизма, то среди них председатель ФРС Джанет Йеллен (Janet L. Yellen) называет, пре-

⁸⁸ Hannon P. (2014). OECD Cuts Economic Growth Forecasts. [online] WSJ. Available at: <http://online.wsj.com/articles/oecd-cuts-economic-growth-forecasts-1410771922> [Accessed 27 Sep. 2014].

⁸⁹ Dobbs R. (2013). QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks / Richard Dobbs, Susan Lund, Tim Koller, Ari Shwayder. — McKinsey Global Institute, Discussion paper, November 2013, p. 1.

жде всего, ограничения в сфере бюджетно-налоговой (фискальной) политики: «...Дискреционная фискальная политика не была большой составляющей положительных факторов нынешнего восстановления экономики. В году, следующем за окончанием рецессии, дискреционная фискальная политика на федеральном, штатов и местных уровнях стимулировала рост примерно в той же степени, как и в прошлых случаях восстановления... Но вместо того, чтобы способствовать росту и в дальнейшем, дискреционная фискальная политика на этот раз фактически действовала на сдерживание восстановления. Правительства штатов и местных органов власти сокращали расходы и, в некоторых случаях, повышали налоги в течение большей части этого периода, чтобы справиться с проблемами дефицитов доходов. На федеральном уровне лица, принимающие решения, сократили закупки товаров и услуг, допустив тем самым сокращение связанных с ними расходов, и осуществили дальнейшие действия, направленные на уменьшение дефицитов»⁹⁰.

Помимо проблем в сфере промышленности (которая получила дополнительный импульс развития благодаря «сланцевой революции» и снижению цен на энергетические ресурсы), возрождению динамичного экономического роста в США препятствовала относительная слабость сектора жилищного строительства — с позиций как спроса (его слабость на фоне неопределенности будущей динамики цен на недвижимость), так и предложения (сокращение объемов ипотечных кредитов заемщикам, которые не относятся к категории наиболее платежеспособных). Продажи новых домов стали расти только с IV кв. 2011 г., по-прежнему оставаясь на ≈60 % ниже уровня начала 2007 г. Дефолты по ипотечным кредитам продолжались и в следующий за ними период перехода заложенной недвижимости в собственность банков (более 180 тыс. случаев в ноябре 2012 г.)⁹¹.

Однако в последнее время строители жилья в США уже, по-видимому, поверили, что жилищный рынок страны укрепляется, даже несмотря на растущие ставки по ипотекам⁹². Темпы строительства нового жилья постепенно увеличиваются: в 2010 г. было начато строительством (англ. *new private housing units started*) 587 тыс. объектов, в 2011 — 609 тыс., в 2012 — 781 тыс., в 2013 — 925 тыс., в 2014 — 1003 тыс., в 2015 — 1112 тыс. и в 2016 г. — 1169 тыс. объектов, хотя это все еще намного меньше, чем в докризисном 2005 г. (2068 тыс. объектов)⁹³. Такая восходящая тенденция служит признаком того, что со временем, несмотря на сегодняшние проблемы, этот сектор тоже может способствовать дальнейшему подъему американской экономики в период обострения глобальной конкуренции.

Наконец, следует учитывать глобальные факторы, имеющие прямое отношение к экономике США. Это в первую очередь некоторое замедление роста

⁹⁰ Yellen J. (2013), p. 4.

⁹¹ Евдокимова Т. (2013).

⁹² Forexaw.com. (2014). США: укрепление жилищного рынка. [online] Available at: http://forexaw.com/NEWS/Macroeconomic_news_and_indicators/Macroeconomics_USA/Manufacture_USA/Construction_USA/Sales_in_primary_market_of_housing_USA/ [Accessed 27 Sep. 2014].

⁹³ United States. President. (2015), p. 393.

экономики Китая — одного из драйверов мирового развития и второго (после Канады) торгового партнера США по объемам товарооборота. На 2015 г. целевой уровень роста ВВП КНР был установлен в размере 7 %, что меньше, чем в предыдущие 2012—2013 гг. (последний раз рост ВВП менее 7 % наблюдался в этой стране еще в 1990 г.). В 2016 г. рост ВВП Китая составил 6,7 %, а к 2022 г. может сократиться до менее 6 %⁹⁴.

Необходимо также учитывать нынешние проблемы еврозоны, негативно сказавшиеся на спросе во всем мире и ослабившие американский экспорт, который в другие периоды восстановления после рецессий обычно сильно возрастал⁹⁵.

Определенное негативное влияние на экономику США имело и снижение цен на нефть, вследствие которого американские нефтяники вынуждены были приостанавливать добычу, увольнять рабочих, а инвесторы — отказываться от инвестиций в нефтяную промышленность⁹⁶. Хотя не исключено, что в конечном счете эффект от такого снижения может быть положительным: например, в связи с уменьшением расходов на бензин высвобождаются денежные средства, которые американские семьи могут тратить на другие товары и услуги⁹⁷.

В заключение важно еще подчеркнуть, что, несмотря на беспрецедентные вливания ликвидности в ответ на финансово-экономический кризис, ФРС в 2010—2014 гг. удалось обеспечить относительно стабильную динамику индекса потребительских цен (в среднем — 1,7 %⁹⁸). Диверсифицированная экономика США смогла почти безболезненно «освоить» новые массы денег. Инфляционные ожидания остаются вблизи установленной регулятором цели. Хотя в стратегическом аспекте ситуация сейчас такова, что «...для успешной конкуренции в глобальной экономике американцам необходимы масштабные инвестиции в образование, профессиональную подготовку, инфраструктуру и технологии, а также налоговые реформы и реформы макроэкономической политики»⁹⁹.

⁹⁴ International Monetary Fund. (2017). World Economic Outlook: Gaining Momentum? — Washington, D.C., April, p. 202.

⁹⁵ Yellen J. (2013), p. 7.

⁹⁶ Мануков С. (2015). Саудиты поставили крест на амбициях США. [online] Expert.ru. Available at: <http://expert.ru/2015/02/27/saudojskij-gambit-prinosit-pervyie-rezultaty/> [Accessed 15 Mar. 2015].

⁹⁷ Traders Room. (2015). Речь главы ФРС Джанет Йеллен. [online] Available at: <http://tradersroom.ru/translation/50839-2015-02-25-06-38-47> [Accessed 14 Mar. 2015].

⁹⁸ United States. President. (2015), с. 395.

⁹⁹ Фокс Дж. (2016). Доклад: Торговая политика США: время начать сначала, с. 11. [online] Isha.com.ua. Available at: <http://www.isha.com.ua/nauka/97-naukovi-dopovidi/310-doklad-torgovaya-politika-ssha-vremya-nachat-snachala.html> [Accessed 30 Apr. 2017].

ВЫВОДЫ

1. США обладают крупнейшей экономикой мира, основанной на либеральных принципах, и самым мощным монетарным механизмом, основанным на долларе, который является главным средством обслуживания мирового торгового оборота и главной резервной валютой в мире. Этот механизм активно используется для поддержания экономического роста и решения разноплановых актуальных проблем финансового и реального секторов экономики.

2. В связи с финансовым кризисом 2007—2008 гг. и необходимостью скорейшего преодоления его последствий ФРС в конце 2008 г. первой в мире перешла к стимулированию экономики посредством нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики (англ. *unconventional policy tools*) в условиях, когда в США возможности традиционного монетарного регулирования фактически были исчерпаны, поскольку эффективная ставка по федеральным фондам уже практически была нулевой и дальше уменьшаться не могла.

Во-первых, это «количественное смягчение» (англ. *Quantitative Easing — QE*), предусматривающее выкуп различных активов (в частности, облигаций ипотечных агентств и казначейских), а также проведение операций «твист» (англ. *operation twist*) — замещение в портфеле ФРС краткосрочных бумаг долгосрочными. И во-вторых, это так называемое «руководство к будущему» (англ. *forward guidance*) — детализированное и четко выраженное информирование о будущем монетарной политики.

Применение комплекса этих и некоторых других мер обусловило расширение и изменение структуры баланса ФРС, а также в той или иной степени повлияло на различные сферы экономической и монетарной активности как в США, так и во всем мире.

3. Благодаря использованию инновационных подходов ФРС удалось добиться своей промежуточной цели — снижения общего уровня процентных ставок, в том числе по долгосрочным финансовым инструментам. Этот эффект имел место для их широкого круга и не был ограничен исключительно теми из них, которые непосредственно использовались в программах ФРС по выкупу ценных бумаг. И хотя наиболее существенные снижения доходности казначейских облигаций приходились на периоды между раундами QE, все же если бы не активные действия со стороны ФРС, уровни доходности этих инструментов могли быть значительно выше.

4. В то же время, несмотря на принимаемые меры, кредитная активность в США несколько лет оставалась относительно слабой, что было связано с проблемами как спроса, так и предложения. Действия ФРС, направленные на возрождение существовавшей до кризиса модели экономического роста, основанной на высокой кредитной активности субъектов хозяйствования, не сразу принесли позитивный результат в условиях, когда многие экономические агенты, обеспокоенные событиями 2007—2008 гг., стремились снизить долговую нагрузку и перейти к менее рискованному поведению и более сбалансированному потреблению.

Относительная слабость ипотечного и потребительского кредитования (особенно под залог недвижимости) тормозила рост потребительских расходов домашних хозяйств, составляющих в США около 70 % совокупного ВВП (68 % в 2014 г.). Стагнация в секторе строительства также препятствовала ускорению экономического роста, а падение цен на жилье обусловило масштабные потери в благосостоянии домохозяйств: уменьшение чистой стоимости жилой недвижимости по сравнению с 2005 г. составило около 40 % (или \approx \$5 трлн).

Тем не менее в настоящее время докризисные максимумы кредитной задолженности предприятий и домохозяйств уже превзойдены, и опережающий рост делового и потребительского кредитования в США продолжается.

5. В отличие от ограниченного воздействия монетарного механизма на кредитную активность, положительный эффект от принятых ФРС мер для динамики рынка акций был выражен более ярко.

За период действия первого раунда «количественного смягчения» индекс S&P, корзина которого включает 500 акционерных компаний США с наивысшим уровнем капитализации (S&P 500), вырос более чем на 1/3, а за период действия его второго раунда — еще почти на 1/4. За время «операции твист» рост индекса S&P 500 составил более 20 %. Сейчас он продолжает движение по восходящей траектории.

Однако такой довольно быстрый рост фондового рынка вошел в определенное противоречие с относительно вялым развитием реального сектора экономики, и особенно — его индустриального сегмента, что чревато дальнейшими дисбалансами и проблемами в экономике США.

6. Несмотря на указанные обстоятельства, а также на новые риски, связанные с вмешательством ФРС в функционирование рынков ценных бумаг, с угрозами нарушения финансовой стабильности, с регрессивным перераспределением доходов и др., ряд модельных исследований подтверждают наличие в целом положительного влияния мер ФРС на объемы реального выпуска в США: нетрадиционная денежно-кредитная политика улучшила ВВП страны на 1—3 %, понизила безработицу приблизительно на 1 п. п. и позволила предотвратить дефляцию.

В посткризисный период экономика США, в отличие от стран еврозоны, демонстрирует устойчивые, хотя и относительно медленные темпы реального роста — в среднем по 2,2 % в год за 2010—2015 гг. (среднемировые темпы роста за этот же период составили 3,3 %), при среднем уровне инфляции по индексу потребительских цен 1,7 %.

Таким образом, опыт США еще раз подчеркивает, что умелое использование монетарного механизма даже в сложных условиях системного кризиса может дать положительный импульс для восстановления национальной экономики и ее перехода на траекторию роста.

7. Следствием вялого экономического роста в посткризисный период в США стала относительно высокая безработица, достигшая в 2010 г. отметки в 9,6 %. При восстановлении экономики занятость возрастала меньшими темпами, чем это было в периоды восстановления после предыдущих рецессий — 1973—1975 гг., 1981—1982 гг., 1990—1991 гг. и 2001 г.

Хотя риски увеличения структурной безработицы в связи с распространением случаев длительной незанятости действительно существуют, все же текущие проблемы на рынке труда в значительной степени объясняются циклическими факторами. Это свидетельствует о том, что ФРС сохраняет реальные возможности решать эти проблемы с помощью стимулирующих мер монетарной политики. Благодаря принятым мерам уровень безработицы в США в период после рецессии стал характеризоваться устойчивой положительной динамикой: если в 2010 г. он составил 9,6 %, то в 2012 г. — 8,1, в 2014 г. — 6,2, в 2016 г. — 4,9 %.

В то же время следует обратить внимание на тот факт, что в сфере занятости остаются нерешенные стратегические проблемы. Во-первых, это уменьшение доли занятых (гражданских) в общей численности населения: коэффициент «гражданская занятость/население» (англ. civilian employment/population) с 2009 г. и по сегодня составляет менее 60 % (последний раз такие низкие значения данного коэффициента наблюдались в 1983 г.). И во-вторых, это возрастание в структуре населения количества семей латино- (англ. Hispanic, any race) и афроамериканцев (англ. Black or Afro American), чьи медианные доходы традиционно ниже, чем у белых семей (англ. White, non-Hispanic), а показатели безработицы — выше.

8. В целом можно утверждать, что монетарные власти США в основном успешно справились с вызовами глобального финансово-экономического кризиса, что позволило ФРС в III кв. 2014 г. заявить о закрытии программы ежемесячного приобретения активов в связи с достижением нормальных темпов восстановления экономики и перейти к политике постепенного повышения ключевой ставки. В то же время проводимая ими нетрадиционная монетарная политика оказала лишь ограниченное влияние на экономическую активность, на создание рабочих мест для среднего класса и на зарплаты. При этом избыточная ликвидность перетекла на финансовые рынки, что, в свою очередь, привело к повышению цен на активы, чревату очередными финансовыми пузырями, и к непропорционально высокому росту доходов богатых инвесторов.

9. В этой связи важно подчеркнуть, что даже при самом профессиональном и успешном использовании инструментов монетарной политики они позволяют обеспечить лишь частичное восстановление экономического роста — при условии, что базовая модель функционирования экономики остается неизменной. По этой причине монетарный механизм не может рассматриваться как самодостаточный для лечения экономики от системных кризисов.

Нужны изменения и в механизмах функционирования реального сектора экономики, связанные с ускорением НТП, освоением новых продуктов и процессов, созданием новых высокотехнологичных рабочих мест. Как отмечал бывший Президент США Б. Обама, чтобы иметь здоровую, растущую экономику, стране нужен здоровый производственный сектор¹⁰⁰. Администрация

¹⁰⁰ USA TODAY. (2014). Obama announces two new manufacturing hubs. [online] Available at: <https://www.usatoday.com/story/news/2014/02/25/obama-manufacturing-innovation-institutions-chicago-detroit/5813239/> [Accessed 4 Jul.2016].

нового Президента США — Д. Трампа, избранного во многом благодаря голосам избирателей «Ржавого пояса», придает решению этой проблемы еще большее значение.

Все это служит важным уроком для многих других государств, в том числе — для Украины. Монетарные меры могут и должны использоваться для восстановления развития хозяйства и стимулирования экономического роста в стране. Но даже такой мощный монетарный механизм, как в США, не в состоянии заменить комплекс необходимых действий по модернизации реального сектора экономики, развитию науки и основанного на достижениях НТП передового промышленного производства, которое является главным генератором инноваций в современной высокотехнологичной и высококонкурентной экономике.

10. Для поддержания устойчивой динамичной траектории экономического роста нужны также дополнительные стимулирующие меры за пределами монетарной сферы. Однако, поскольку сегодня в системе государственных финансов США существуют значительные дисбалансы, то в ближайшее время запуск масштабных стимулирующих налоговых мер (прежде всего, предлагаемое администрацией Д. Трампа радикальное снижение ставок налога на прибыль корпораций) может быть связан с большими проблемами¹⁰¹.

В этом смысле ограниченные возможности борьбы с последствиями кризиса с помощью фискальных инструментов представляют собой серьезный вызов для американской экономики. В условиях, когда необходимы скоординированные стимулирующие монетарные и фискальные меры, монетарный механизм США приходится использовать не только для содействия восстановлению экономики, но и для компенсации негативных последствий вынужденной экономии на программах бюджетной поддержки национального хозяйства. Это возлагает дополнительную нагрузку на монетарную политику государства и увеличивает риски ее проведения.

При этом, как показывает опыт США, национальные системы обеспечения финансовой стабильности нередко отстают от инноваций в монетарной сфере, что требует создания новых механизмов уменьшения системных рисков в мировой экономике и обуславливает необходимость дальнейшей интенсификации сотрудничества правительств стран, международных финансовых организаций, органов регулирования и надзора в целях своевременной разработки и внедрения опережающих мер по предотвращению возможных финансовых кризисов и быстрому преодолению их последствий.

11. Еще один важный урок для Украины, который можно извлечь из опыта использования монетарного механизма экономического развития в условиях глобальной финансовой нестабильности, заключается в важности устойчиво благоприятной институциональной среды и учета «эффекта колеи». В США

¹⁰¹ Roubini N. (2017). A Fiscal Reality Test for US Republicans. [online] Project Syndicate. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/trump-republicans-tax-reform-failure-by-nouriel-roubini-2017-04> [Accessed 1 May 2017].

экономические субъекты в целом привыкли доверять ФРС и тем инновационным мерам, которые она принимает для решения текущих и стратегических проблем развития (в том числе потому, что они, как правило, достаточно профессиональны и успешны). Со своей стороны, монетарные власти страны своевременно предпринимают необходимые шаги для того, чтобы этот институт доверия сохранялся и в дальнейшем. С этой целью, в частности, был использован такой инструмент, как «руководство к будущему», который имеет важное институциональное значение с позиций соблюдения «длинных» правил поведения экономических субъектов.

Очевидно, что именно дефицит такого взаимного доверия в Украине, отсутствие «длинных» правил поведения, не всегда профессиональные действия лиц, которые принимают принципиальные финансово-экономические решения, и связанная с этим неблагоприятная институциональная среда являются одними из главных вызовов, стоящих теперь перед украинской экономикой и тем монетарным механизмом, который используется для решения безотлагательных проблем социально-экономического развития государства.

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИКИ ЕС

Европейский Союз (ЕС) (European Union, EU) — это интегрированное экономическое пространство, второе в мире по величине после США, включающее ряд стран, прежде всего континентальной Европы, с общей численностью населения (EU-28) более 500 млн чел. Создание ЕС, юридически закрепленное Маастрихтским договором 1992 г., — это уникальный процесс в мировой истории, который изменил карту Европы как буквально, так и фигурально. Причем «...институты, порожденные этим процессом, и знакомы, и необычны одновременно. Они сочетают в себе одни элементы, узнаваемые из политики, имеющей место внутри государств, с другими, которые больше отражают специфику межгосударственных отношений. ...Европейские учреждения разделяют компетенцию со своими национальными коллегами в одних областях и требуют исключительной компетенции в других. Кроме того, фактически каждый аспект государственной политики находится где-то в пределах сферы их компетенции»¹.

Сначала в это объединение, носившее преимущественно экономический характер (что было отражено в его тогдашнем названии: Европейский Экономический Союз — ЕЭС), входили только шесть стран. Но затем количество стран — участниц этой организации постепенно увеличивалось, а также росла степень их интеграции за счет передачи ряда государственных полномочий каждой из них на наднациональный уровень. В целом, с экономической точки зрения, в ЕС сложилась такая ситуация, что в наибольшей степени централизована оказалась монетарная политика, а бюджетно-налоговая и экономическая политики находятся в ведении национальных правительств.

¹ Erik J. (2012). Preface / Erik Jones, Anand Menon, Stephen Weatherill // The Oxford Handbook of the European Union. — Oxford: Oxford University Press, p. xxvii.



Рис. 3.1. ВВП на душу населения в странах еврозоны (EU-19) (2015 г.)
 Составлено по данным: Ec. europa.eu. Database — Eurostat.

С ЕС связаны большие надежды многих европейских народов относительно совместного решения проблем обеспечения прав и свобод человека, а также успешного развития экономической, финансовой, социальной, культурной и экологической сфер. И действительно, в рамках этого союза уровень, например, материальной обеспеченности граждан очень высок, хотя и существенно различается по отдельным странам, — в частности, потому, что доходы у европейских запада и севера, как правило, традиционно выше, чем у юга и востока (рис. 3.1).

В современных условиях ужесточения мировой конкуренции небольшие по размерам европейские страны со стареющим населением и ограниченными энергоресурсами не могут индивидуально соперничать с формирующимися рынками, а потому объективно нуждаются в сильном союзе, способном противостоять вызовам глобализации.

Между тем, действующая система управления ЕС оказалась не самой эффективной и результативной. Особенно в последнее время события в ЕС развиваются так, что появилось немало оснований для евроскепсиса, в том числе в сфере монетарной политики. Как отмечал Нобелевский лауреат П. Кругман в 2011 г., который оказался для ЕС одним из самых трудных за всю его более чем полувековую историю, «...ситуация в Европе действительно очень, очень

угрожающая: в странах, на которые приходится треть экономики еврозоны, и которые подвержены в настоящее время спекулятивной атаке, само существование единой валюты находится под угрозой, а крах евро может нанести огромный ущерб всему миру»².

С 1 января 1999 г. ответственность за проведение единой денежно-кредитной политики на большей части территории ЕС возложена на Европейский центральный банк (ЕЦБ). Передача полномочий от 11 национальных центральных банков (после присоединения к ЕС Греции с 1 января 2001 г. их стало 12) этой наднациональной структуре стала важной вехой в длительном и сложном процессе интеграции европейских стран.

До перехода на евро (€) все страны — кандидаты должны были выполнить ряд предварительных условий, касающихся конвергенции национальных экономик и направленных на создание экономических и правовых основ для их успешного участия в деятельности валютного союза. При этом, главной целью денежно-кредитной политики ЕЦБ было объявлено поддержание ценовой стабильности: он стремится к достижению в среднесрочной перспективе инфляции меньше 2 % (но близкой к этой отметке)³.

Недавний долговой кризис (кризис суверенных долгов) в странах еврозоны оказал серьезное влияние как на европейскую экономику, так и на мировую экономику в целом. Он продемонстрировал немало противоречий — объективных и субъективных — в системе регулирования экономического и валютного союза Европы (англ. Economic and Monetary Union — EMU⁴). Сначала кризис проявился в 2009—2010 гг. (в связи с угрозой дефолта Греции, которая вошла в еврозону еще в 2001 г. с государственным долгом в размере 130 % ВВП), а затем снова обострился в середине 2011 г.

Указанные негативные тенденции в экономике ЕС стали, с одной стороны, следствием, а с другой — продолжением мирового финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2007 г. в США. Поэтому долговой кризис в еврозоне часто определяют как «вторую волну» предыдущего. В 2010 г. благодаря проведению активной антикризисной политики, большинство экономик

² *Krugman P.* (2015). Euro Zone Death Trip. [online] Nytimes.com. Available at: http://www.nytimes.com/2011/09/26/opinion/euro-zone-death-trip.html?_r=0 [Accessed 26 Mar. 2015].

³ *Ecb.europa.eu.* (2014). ECB: Monetary Policy. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> [Accessed 25 Mar. 2015].

⁴ EMU — это важный шаг в интеграции экономик стран ЕС. Он включает в себя координацию экономической и фискальной политики, общую денежно-кредитную политику, а также единую валюту (€). Решение о создании этого союза было принято на заседании Европейского Совета в голландском городе Маастрихте в декабре 1991 г., а позже закреплено в Договоре о ЕС (Маастрихтском договоре). С практической точки зрения, EMU означает: координацию экономической политики между государствами-членами; координацию финансовой политики посредством установления лимитов по государственным долгам и дефицитам бюджетов; независимую денежно-кредитную политику ЕЦБ; единую валюту и еврозону. (См.: *Ec.europa.eu.* (2014). Economic and Monetary Union. — European Commission. [online] Available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_en.htm [Accessed 25 Mar. 2015]).

ЕС вышли на положительную траекторию развития. Так, если в 2009 г. по данным Евростата, темпы роста ВВП 27 стран — членов ЕС сократились до $-4,3\%$, то по итогам 2010 г. этот показатель увеличился на $2,0\%$ (в еврозоне он составил $1,9\%$).

В период с весны 2010 г. до весны 2011 г. в ЕС в целом не наблюдалось серьезных экономических потрясений. Большинство макроэкономических показателей свидетельствовали об определенном оживлении деловой активности не только в крупных и наиболее развитых странах союза, но и во многих относительно слабых государствах. Катализатором таких позитивных изменений стало активное использование инструментов монетарного регулирования. Масштабное вливание ликвидности и кредита, введение новых механизмов финансирования, в комплексе с принятием бюджетных мер в странах, пострадавших от кризиса, позволили постепенно отойти от финансового шока и смягчить его негативные последствия.

На фоне относительно динамичного роста, который наблюдался в то время в Германии и Словакии, и несмотря на продолжающийся спад ВВП в Ирландии, Греции и Румынии, многие европейские политики и экономисты были настроены достаточно оптимистично и не ожидали нового обострения экономических проблем в еврозоне.

Когда летом 2011 г. оно все-таки произошло, руководство ЕС вынуждено было переключить внимание в экономической политике с текущих вопросов на острые проблемы роста бюджетного дефицита и государственного долга, прежде всего, в странах южной части еврозоны (Греции, Италии, Испании, Ирландии и Португалии) и даже в одном из европейских лидеров — Франции. Для этого, по подсчетам аналитиков Standard & Poor's (S&P), в 2012 г. европейским корпорациям нужно было рефинансировать долги приблизительно на \$1 трлн и до 2015 г. — почти на \$4 трлн, а правительствам Португалии, Ирландии, Греции и Испании — до 2015 г. погасить суверенные долги на \$439 млрд, тогда как правительству Италии — на \$779 млрд⁵.

Благодаря целенаправленным коллективным действиям европейских стран (в том числе в сфере монетарной политики) негативные проявления этих проблем в очередной раз удалось смягчить. Однако нынешние вялые темпы экономического восстановления в ЕС, устойчивые дефляционные ожидания и высокие суверенные долги на фоне быстрого подъема мирового Юга и возобновления экономического роста в США некоторые специалисты связывают с вероятностью дальнейшего развития событий в неблагоприятном направлении — вплоть до возможного развала зоны евро и даже самого ЕС, если только очередные раунды мер экономического и монетарного стимулирования развития не будут достаточно успешны.

Не добавляет еврооптимизма Brexit — голосование большинства избирателей Великобритании во время референдума 2016 г. за выход из ЕС. Его при-

⁵ Vedomosti.ru. (2015). МВФ просит увеличить антикризисный фонд. [online] Available at: http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2012/01/24/priz-rak_velikoj_depressii [Accessed 25 Mar. 2015].

чинами послужили протесты против растущей иммиграции, банкиров Лондонского Сити и институтов Европейского Союза. Последнее было вызвано широко распространенным мнением, что институты ЕС недостаточно дееспособны⁶. Возможный долгосрочный «эффект домино» от этих событий в Европе огромен, включая вероятную независимость Шотландии и Каталонии, проведение референдумов о независимости в других странах, ограничения на свободное передвижение людей в рамках ЕС, расширение антимиграционных политик и др.

Все эти тенденции могут иметь серьезные последствия для мирового хозяйства в целом и для многих национальных экономик в частности, в том числе для Украины, ориентированной на европейскую интеграцию. Указанные обстоятельства обуславливают целесообразность их дальнейшего углубленного анализа.

3.1. СОВРЕМЕННЫЕ ОСОБЕННОСТИ МОНЕТАРНОГО МЕХАНИЗМА ЭКОНОМИК СТРАН ЕВРОЗОНЫ

Экономический и институциональный контексты действия монетарного механизма экономик стран еврозоны

Создание ЕС, объединившего более 0,5 млрд жителей континента, знаменует собой принципиально важный этап в историческом процессе сплочения народов Европы. Как отмечал С. Хантингтон, «Европейский Союз — это первооснова существования традиций Запада в Европе»⁷, поэтому ЕС преимущественно заканчивается там, где заканчивается западное христианство и начинаются ислам и православие⁸. В таком смысле этот союз означает современную форму Западной цивилизации, которая имела преобладающее влияние на все другие цивилизации, существовавшие в мире с 1500 г., и знаменовала собой процессы модернизации и индустриализации, охватившие всю планету⁹. Именно в Европе в свое время сложились основные элементы современного капитализма, и «...нигде, кроме Европы, эти элементы капитализма не создавали такого мощного сочетания, которое подтолкнуло европейские государства к территориальному завоеванию мира и созданию всесильного и по-настоящему глобального капиталистического мира-экономики»¹⁰.

⁶ *Sachs J.* (2016). The Meaning of Brexit. [online] Project Syndicate. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/meaning-of-brex-it-by-jeffrey-d-sachs-2016-06> [Accessed 2 May 2017].

⁷ *Хантингтон С.* (2003). Столкновение цивилизаций / С. Хантингтон; пер. с англ. Т. Велимеева, Ю. Новикова. — М.: ООО «Издательство АСТ», с. 247.

⁸ Там же, с. 244.

⁹ Там же, с. 496.

¹⁰ *Арриги Дж.* (2006). Долгий двадцатый век: Деньги, власть и истоки нашего времени / Арриги Джованни; пер. с англ. А. Смирнова и Н. Эдельмана. — М.: Издательский дом «Территория будущего», с. 50.

Экономические институты, которые лежат в фундаменте успехов Запада, обычно связывают с коренящимися в западном христианстве хозяйственными нормами, поощряющими стремление к богатству, трудовое усердие и рациональную организацию работы. Согласно М. Веберу, «...техническое применение научного знания, которое стало решающим фактором в преобразовании жизненного уклада народных масс, возникло благодаря тому, что определенные начинания получали на Западе экономическое поощрение»¹¹. В свою очередь, это стало возможным в связи с особенным социальным устройством западного общества, в частности — с его рациональной структурой права и управления.

В начале 1990-х годов в вопросе расширения ЕС предпочтение явно отдавалось тем государствам, которые в культурном аспекте принадлежали к Западу и были относительно больше развиты в экономическом¹². Но с тех пор ситуация существенно изменилась, и теперь ареал ЕС уже распространяется далеко за пределы западного мира, сложившегося в ходе «старой истории». И кроме того, время обнажило естественные противоречия «мозаичного» способа формирования единой Европы. Влиятельный американский *The Wall Street Journal* скептически отмечает¹³: «Это была... удобная фикция, что, просто просуммировав ВВП из расширяющегося списка стран — членов Европейского Союза, вы получили экономику, превосходящую по размерам экономику Соединенных Штатов. Разве это не сделало «Европу» экономической супердержавой? Это была удобная фикция, что Европе не нужен крепкий военный потенциал, если она может оказывать глобальное влияние через дипломатию и мягкую силу. Это была удобная фикция, что европейцы разделяют идентичные ценности и могут таким образом быть субъектом унифицированных правил, регулирующих преступления и наказания. Это была удобная фикция, что жители континента не отстают в производительности, а просто делают просвещенный выбор в пользу досуга вместо труда».

Ожидаемыми результатами такого своеобразного интеграционного движения стали расширение и усиление властных полномочий брюссельской бюрократии, которая теперь многими в Европе воспринимается как «...бесцеремонные и оторвавшиеся от реальности чиновники, заправляющие Евросоюзом»¹⁴.

В настоящее время большая часть стран — членов ЕС входят в еврозону (Euro Area — EA) — валютный союз, объединяющий 19 стран этой организации (Австрию, Бельгию, Германию, Грецию, Ирландию, Испанию, Италию, Кипр, Латвию, Литву¹⁵, Люксембург, Мальту, Нидерланды, Португалию, Сло-

¹¹ Вебер М. (1990). Протестантская этика и дух капитализма / Макс Вебер // Избранные произведения; пер. с нем.; сост., общ. ред. и послесл. Ю. Давыдова; предисл. П. Гайденко. — М.: Прогресс, 1990, с. 54.

¹² Хантингтон С. (2003), с. 247.

¹³ Stephens B. (2011). What Comes After 'Europe'? [online] Wsj.com. Available at: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424053111904106704576580522348961298> [Accessed 26 Mar. 2015].

¹⁴ Krugman P. (2017). Opinion | What's the Matter with Europe? [online] Nytimes.com. Available at: https://www.nytimes.com/2017/05/05/opinion/european-union-france-election.html?_r=0 [Accessed 7 May 2017].

¹⁵ Литва вошла в состав еврозоны с 1 января 2015 г.

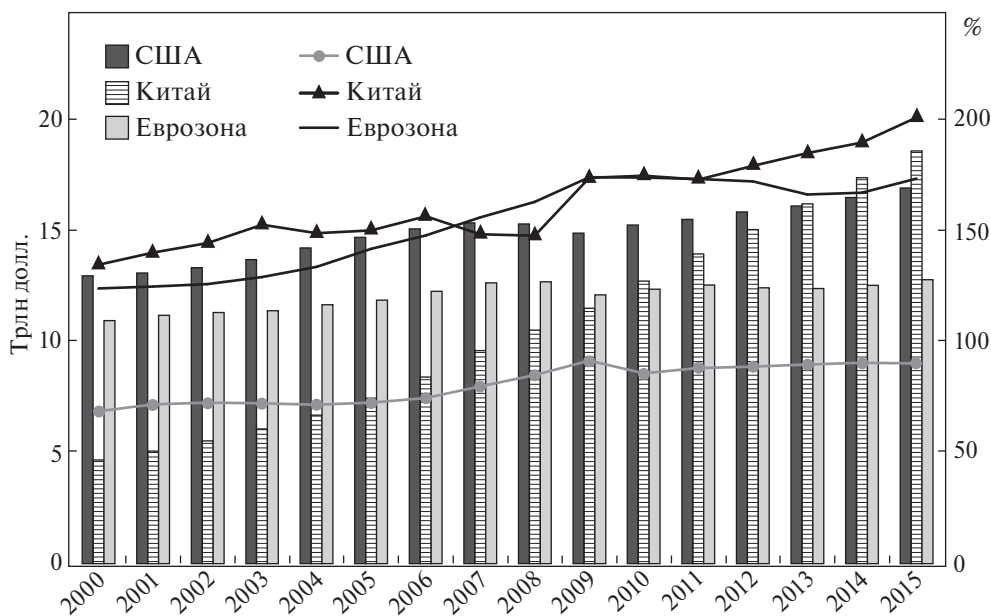


Рис. 3.2. ВВП с учетом ППС и монетизация экономик (M2, % ВВП) некоторых ведущих стран мира

Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

вакию, Словению, Финляндию, Францию и Эстонию) с более чем 330 млн жителей. ВВП зоны евро приближается к \$12 трлн, на ее долю приходится свыше 13 % мировой торговли товарами и услугами¹⁶; она имеет высокий коэффициент монетизации экономики (более 150 % ВВП) (рис. 3.2).

С появлением евро в мире была сформирована еще одна широкая валютная зона, распространившая свое влияние на многие страны за пределами ЕС. За эффективность денежно-кредитной политики в ней отвечает ЕЦБ, управляемый президентом и советом глав национальных центральных банков. Основная задача ЕЦБ заключается в удержании инфляции под контролем. Влияние на политику в отношении зоны евро и ее валюты имеет также Еврогруппа, которая состоит из министров финансов соответствующих стран.

Ключевым событием, которое задавало траекторию развитию экономики еврозоны в течение последних лет, стал кризис суверенных долгов ряда стран, чьи экономические показатели которых критически нарушали критерии Пакта стабильности и роста (англ. Stability and Growth Pact — SGP¹⁷) (рис. 3.3).

¹⁶ Poirson H. (2011). Growth Spillover Dynamics from Crisis to Recovery / H. Poirson, S. Weber / International Monetary Fund // IMF Working Paper WP/11/218, 50 p.

¹⁷ Пакт стабильности и роста — это соглашение между 28 государствами — членами ЕС об обеспечении и поддержании стабильности экономического и валютного союза (EMU), основанное на статьях 121 и 126 Договора о создании ЕС (с поправками, принятыми в 1993 г. в Маастрихте). Пакт, подписанный в Амстердаме в 1997 г., предусматривает фи-

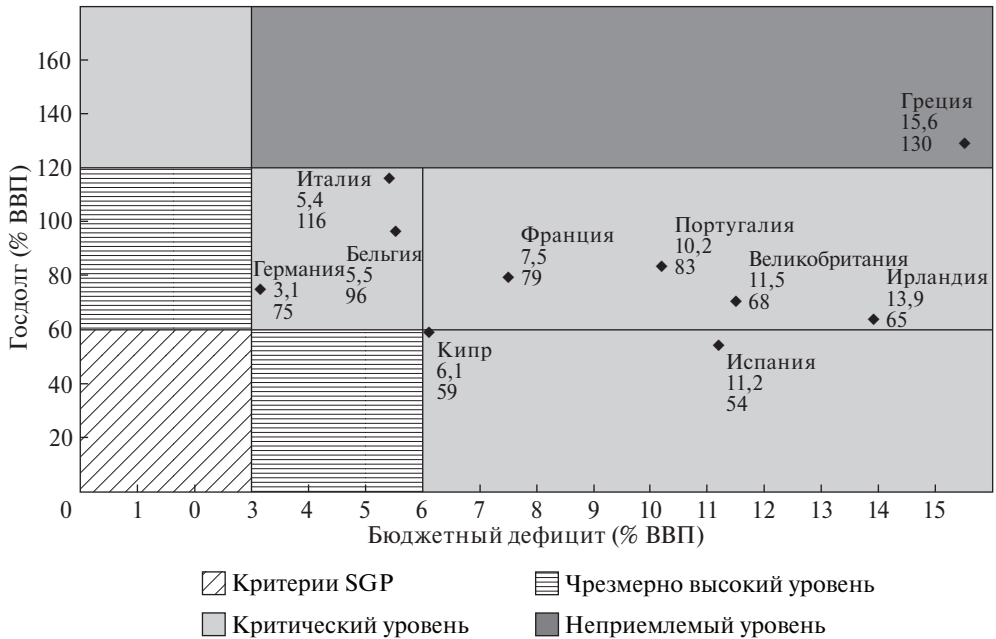


Рис. 3.3. Дефицит бюджета и государственные долги некоторых европейских стран в 2009 г. с позиций соблюдения требований Пакта стабильности и роста

Источник: cb.europa.eu. ECB: Statistics.

Долговой кризис в зоне евро начался в 2009 г. с роста государственной задолженности Португалии, Испании, Италии, Греции (PIGS) и Исландии. Результатом введения единой европейской валюты в этих странах стало резкое снижение стоимости заимствований, подогревшее неоправданно оптимистические ожидания возрастания среднедушевых доходов до уровня показателей наиболее развитых государств европейского севера. Все это, в свою очередь, спровоцировало рост внутреннего спроса, повышение цен на неторгуемые товары и опережающий рост зарплат трудящихся по сравнению с производительностью труда, что в конечном счете обусловило падение конкурентоспособности национальных экономик и разбухание государственных расходов¹⁸.

нансовый мониторинг членов Европейской комиссии и Совета министров, а также составление ежегодных рекомендаций по обеспечению выполнения требований SGP на среднесрочную перспективу. Критерии, которые обязались соблюдать члены ЕС (Маастрихтские критерии), таковы: годовой дефицит бюджета — не более 3 % ВВП; государственный долг — менее 60 % ВВП или приближается к этому уровню. (См.: Ec.europa.eu. (2015). Stability and Growth Pact — European Commission. [online] Available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/in-dex_en.htm [Accessed 27 Mar. 2015]).

¹⁸ Дадуш У. (2015). Кризис евро, или потерянная парадигма / Ури Дадуш, Сергей Алексашенко, Шимелс Али, Вера Эйделман, Мойзес Наим, Беннет Стэнсил, Паола Субаччи; под ред. Ури Дадуша. [online] Available at: http://carnegie-endowment.org/files/Carnegie_Euro_Crisis_rus1.pdf [Accessed 27 Mar. 2015].

Но совершенно очевидно, что глубинные корни кризиса следует искать в фундаментальной неравномерности и фрагментарности европейской интеграции, в том, что страны еврозоны сильно различаются по качеству институтов и уровню экономического развития: если, например, в 2011 г. в среднем по 17 странам этой зоны показатель ВВП с учетом ППС составил 108 % среднего по ЕС-27, то в Люксембурге он достигал 274 %, в Германии — 120 %, зато в Португалии — только 77 %, а в Словакии — 73 %¹⁹. Ситуация принципиально не изменилась и к настоящему времени²⁰. Кроме того, важно принимать во внимание, что еврозона не является идеальным пространством с точки зрения мобильности рабочей силы в связи с наличием серьезных языковых и культурных барьеров²¹.

В таких особых условиях введение евро и единых правил его регулирования уменьшило возможности синхронизации бизнес-циклов отдельных стран-членов ЕС²². Поскольку ЕМУ предусматривает централизованное управление процентными ставками и обменным курсом валюты, постольку национальные правительства оказались лишены важных инструментов антициклического регулирования, а единая монетарная политика не в полной мере отвечает специфическим потребностям отдельных государств. Например, когда в 2011 г. ЕЦБ повысил процентную ставку из-за опасений роста инфляции в Германии, это противоречило интересам Португалии, Греции и Италии, находившихся тогда в состоянии рецессии²³. Все это свидетельствует о том, что «...отсутствие механизма управления межстрановыми структурными различиями (что возможно, например, в стране, основанной на принципе федерализма) является, без сомнения, слабостью зоны евро»²⁴.

Следовательно, кризис еще раз подчеркнул важность таких институциональных факторов, как «эффект колее», а также тесной взаимосвязи и взаимозависимости национальных экономик ЕС (особенно в зоне евро), когда реформы или их отсутствие в одной стране влияют на эффективность функционирования всех остальных экономик. В свою очередь, это во многом объясняет те проблемы, с которыми столкнулись страны еврозоны в процессе восстановления национальных экономик после долгового кризиса.

¹⁹ Eurostat. (2015). Euro area unemployment rate at 11,4 %. — Eurostat, News Release 20/2015, 6 pp.

²⁰ Eurostat. (2016). Consumption per capita varied by almost one to three across EU Member States. — Eurostat, News Release 117/2016, 3 pp.

²¹ Малащенко О. (2014). Современные тенденции развития еврозоны: европейский долговой кризис 2013 г. и его последствия для мировой экономики / О.Ф. Малащенко, А.Ю. Маркварде // Журнал международного права и международных отношений, № 2, с. 81.

²² ИМЭМО РАН. (2010). Кризис в зоне евро: причины и последствия для евроатлантического региона / Доклад для Комиссии Евроатлантической инициативы в области безопасности (EASI); под науч. ред. А.А. Дынкина. — М.: ИМЭМО РАН, с. 9.

²³ Малащенко О. (2014). Современные тенденции развития еврозоны: европейский долговой кризис 2013 г. и его последствия для мировой экономики / О.Ф. Малащенко, А.Ю. Маркварде // Журнал международного права и международных отношений, № 2, с. 80.

²⁴ Сапир Ж. (2011). Кризис еврозоны и перспективы евро / Ж. Сапир // Проблемы прогнозирования, № 3, с. 8.

Еще задолго до его начала страны—члены ЕС начали нарушать Маастрихтские критерии SGP, а особенно — по нормам дефицита бюджета (не более 3 % ВВП). Не удивительно, что во время обострения кризиса ситуация также не улучшилась: например, в 2012 г., когда ВВП зоны евро сократился на 0,8 %, только семь стран ЕМУ отвечали этому критерию — Германия, Люксембург, Финляндия, Австрия, Мальта, Италия и Бельгия²⁵.

В I кв. 2013 г. государственный долг еврозоны составил 92,2 % ВВП по сравнению с 90,6 % в конце IV кв. 2012 г.²⁶. В целом по странам ЕС этот показатель вырос с 85,2 до 85,9 %. Самые высокие его значения (что вполне объяснимо) наблюдались в странах PIIGS — Греции (160,5 %), Италии (130,3 %), Португалии (127,2 %) и Ирландии (125,1 %), а самые низкие — в Эстонии (10 %) и Люксембурге (22,4 %). Для сравнения: в 2008 г. совокупный государственный долг стран еврозоны составил 66,2 % ВВП, а в 2010 г. — 80 %. Наибольший же прирост государственного долга в 2013 г. наблюдался именно в тех странах, которые активно пытались его сократить, — Греции (24,1 %), Ирландии (18,3 %), Испании (15,2 %) и Португалии (14,9 %)²⁷. Указанные негативные тенденции продолжились в 2014 г.: государственный долг в зоне евро поднялся на 1,2 п. п. — с 92,7 % ВВП в IV кв. 2013 г. до 93,9 % в I кв. 2014 г., когда задолженность в еврозоне впервые превысила порог €9 трлн (\$12,2 трлн)²⁸. И только в 2015—2016 гг. ситуация стала постепенно улучшаться (рис. 3.4).

Неустойчивую и не лучшую динамику продемонстрировал также реальный ВВП стран еврозоны. Со II кв. 2011 г. он снижался 6 кварталов подряд. Выйти на позитивную динамику удалось только во II кв. 2013 г., и в первую очередь, — благодаря положительным показателям двух крупнейших экономик региона — Германии (0,7 %) и Франции (0,5 %). Тем не менее, по итогам 2013 г., в целом ВВП еврозоны по итогам 2013 г. сократился на 0,4 %. И только в 2014 г. здесь обозначился вялый рост на уровне 0,9 % (в том числе в Германии соответствующий показатель составил 1,6 % и во Франции — 0,4 %²⁹). Последние данные свидетельствуют о наметившихся позитивных переменах в европейской экономике, обусловленных поддерживающей монетарной политикой: рост, ожидаемый в 2017—2019 гг., может достигнуть 1,4—1,5 %, хотя это все еще существенно меньше среднемировых темпов роста (2,7—2,9 %)³⁰.

²⁵ Draghi M. (2013). Euro area economic situation and the foundations for growth. Presentation by President of the European Central Bank at the Euro Summit. — Brussels, 14 March 2013.

²⁶ Там же.

²⁷ Малашенкова О. (2014), с. 81.

²⁸ Deutsche Welle. (2014). Eurozone public debt surges | Business | DW.DE | 22.07.2014. [online] DW.DE. Available at: <http://www.dw.de/eurozone-public-debt-surges/a-17800011> [Accessed 26 Oct. 2014].

²⁹ Ec.europa.eu. (2015). Eurostat — Tables, Graphs and Maps Interface (TGM) table. Real GDP growth rate — volume. Percentage change on previous year. [online] Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00115&language=en> [Accessed 31 Mar. 2015].

³⁰ World Bank Group. (2017). Global Economic Prospects, January 2017. Weak Investment in Uncertain Times. — Washington, D.C.: World Bank, p. 4.

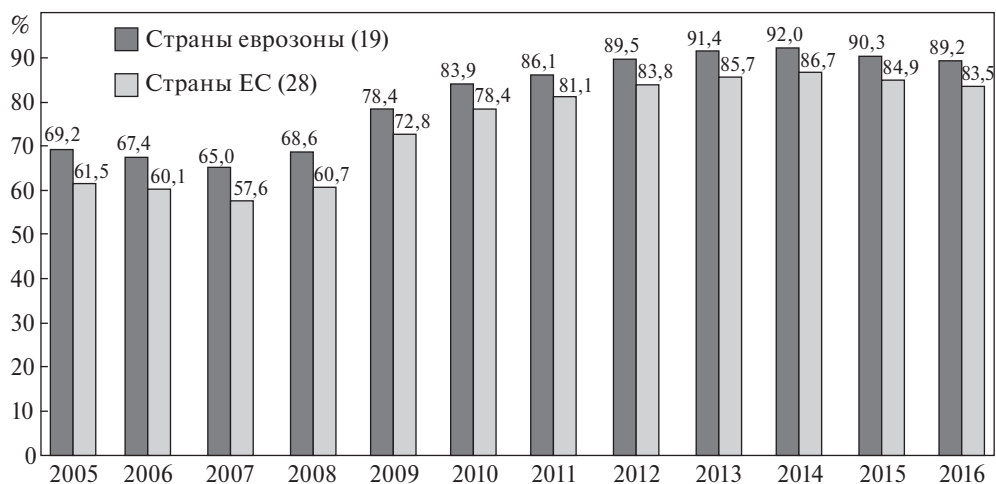


Рис. 3.4. Динамика консолидированных государственных долгов (центральных, региональных, местных правительств и фондов социального обеспечения) в EA-19 и EU-28
Составлено по данным: Ec.europa.eu. Database — Eurostat.

Проблемы с ростом реального ВВП идут в увязке с чрезмерно низкой инфляцией, которая уже продолжительное время держится намного ниже целевого уровня. В зоне евро в годовом исчислении инфляция составила $-0,2\%$ в декабре 2014 г. по сравнению с $0,3\%$ в ноябре 2014 г. Это был самый низкий показатель с сентября 2009 г. В декабре 2013 г. инфляция стала несколько лучше — $0,8\%$. В ЕС в целом в годовом исчислении инфляция была на уровне $-0,1\%$ в декабре 2014 г. по сравнению с $0,3\%$ в ноябре. Годом раньше этот показатель достигал 1% ³¹. В ближайшие годы ситуация с инфляцией будет постепенно улучшаться, но она, скорее всего, не достигнет целевого уровня, установленного ЕЦБ³².

Такая ситуация вызывает закономерное беспокойство у властей ЕС, которые опасаются, что продолжение периода затяжной дефляции может заставить потребителей сдерживать расходы в ожидании дальнейшего падения цен, со всеми негативными последствиями.

Несколько лучше обстоят дела в сфере занятости. В еврозоне уровень безработицы составил $11,4\%$ в декабре 2014 г. по сравнению с $11,5\%$ в ноябре 2014 г. и с $11,8\%$ в декабре 2013 г. Это самый низкий показатель с августа 2012 г., хотя он все еще намного выше, чем в докризисный период (менее $7,5\%$ в I кв. 2008 г.). В ЕС в целом безработица достигла $9,9\%$ в декабре 2014 г. по сравнению с 10% в ноябре 2014 г. и с $10,6\%$ в декабре 2013 г. По оценкам Eurostat, в декабре 2014 г. безработными были 24,1 млн чел. в ЕС, в том числе 18,1 млн

³¹ Eurostat. (2015). Annual inflation down to $-0,2\%$ in the euro area. — Eurostat, News Release 9/2015, 3 pp.

³² World Bank Group. (2017), p. 3.

чел. в зоне евро. Относительно декабря 2013 г. безработица снизилась на 1,7 млн чел. в ЕС и на 0,7 млн чел. в зоне евро³³. В 2015—2016 гг. она продолжала сокращаться и в начале 2017 г. в EU-28 достигла 8 %, что является самым низким показателем с января 2009 г.³⁴

В комплексе приведенные данные свидетельствуют о том, что наблюдаемые в последнее время положительные тенденции в экономике ЕС нельзя рассматривать как окончательное и полное решение проблем рецессии. Восстановление экономики остается вялым, в том числе из-за проблем с относительно высокой безработицей, которую не удастся сократить до показателя докризисного периода (когда он составлял менее 7 %), с низкой инфляцией, с высокими суверенными долгами и вялым восстановлением кредитования реального сектора экономики. Банковский сектор еврозоны продолжает испытывать проблемы, которые то затухают, то вновь обостряются (примерами могут служить известные трудности Deutsche Bank в 2016 г., связанные с нехваткой капитала, а также проблемы с «плохими» долгами итальянских банков), и для его финансового оздоровления требуются дальнейшие консолидационные меры³⁵.

Вместе с тем институциональные особенности стран — членов еврозоны препятствуют решительным шагам по продвижению Банковского союза, призванного усилить пруденциальные требования к банкам, улучшить защиту вкладчиков и правила управления банкротствами³⁶. Например, на саммите ЕС в мае 2013 г. было решено, что ЕЦБ должен получить контроль над 200 крупнейшими банками еврозоны, хотя первоначально Европейская комиссия предлагала уполномочить ЕЦБ контролировать все банки этой зоны³⁷.

Многие экономисты связывают надежды на выход из долгового кризиса с улучшениями в экономике Германии, которая является ведущей среди стран еврозоны и в последние годы демонстрирует относительно высокий рост. Однако, во-первых, в целом долгосрочное влияние ФРГ на экономическое развитие других государств Европы не следует переоценивать. Тем более, что, по оценкам специалистов, Германия сама сильно реагирует на экономические шоки и таким образом передает негативные импульсы другим странам еврозоны³⁸. И во-вторых, нынешнее стратегическое положение этого государства также не является блестящим. Например, еще в октябре 2014 г. индекс деловой

³³ Eurostat. (2015). Euro area unemployment rate at 11,4%. — Eurostat, News Release 20/2015, 6 pp.

³⁴ Eurostat. (2017). Euro area unemployment at 9,5%. — Eurostat, News Release 55/2017, 6 pp.

³⁵ Moyo D. (2016). Can Europe's Banks Save the EU? [online] Project Syndicate. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/deutsche-bank-european-cross-border-mergers-by-dambisa-moyo-2016-10> [Accessed 7 May 2017].

³⁶ Ec.europa.eu. (2017). Banking union — European Commission. [online] Available at: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/index_en.htm [Accessed 5 Apr. 2017].

³⁷ Spiegel P. (2014). Progress report: European Union's move to banking union — FT.com. [online] Available at: <http://www.ft.com/cms/s/0/a6e53a4a-dd96-11e2-892b-00144feab7de.html#axzz3HoHgZKyv> [Accessed 31 Oct. 2014].

³⁸ Poirson H. (2011). Growth Spillover Dynamics from Crisis to Recovery / H. Poirson, S. Weber // International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/11/218, 50 p.

активности (англ. Information and Forschung — IFO) — один из важнейших индикаторов экономики ФРГ, основанный на ежемесячных опросах около 7000 фирм в промышленности, строительстве, оптовой и розничной торговле — снижался шестой раз подряд и оказался самым низким с декабря 2012 г.³⁹ В последние годы значения этого индекса с некоторыми колебаниями повышаются (что свидетельствует об улучшении ожиданий немецкого бизнеса), но они все еще меньше тех, которые наблюдались в конце 2010 — начале 2011 гг.⁴⁰

Хотя ожидаемые в ближайшие (2017—2018) годы темпы роста экономики ФРГ (1,5—1,6 %) и можно считать относительно хорошими для ЕА-19, но все же существенно меньше, чем в США (2,3—2,5 %), и тем более — чем прогнозируемый среднемировой показатель (3,5—3,6 %)⁴¹. При этом в последние годы Германия отстает от многих других ключевых стран ЕС (Австрии, Бельгии, Финляндии и Нидерландов) и по ежегодному приросту ВВП на душу населения, плюс проблемы старения населения и миграция (за прошедшие пять лет страна приняла (за вычетом уехавших) 2,7 млн новых жителей, из которых около 1 млн — беженцы)⁴².

Поэтому драйверами позитивных перемен для стран еврозоны скорее могут стать США и динамично растущие страны Азиатско-Тихоокеанского региона, которые являются важными торговыми партнерами и потребителями европейской продукции. Но для этого следует приложить больше усилий по углублению трансграничной интеграции в глобальные цепочки создания стоимости. Как отмечают специалисты Institut der deutschen Wirtschaft (Köln), «...экономические условия, предоставляемые ЕС (и государствами-членами), должны позволять все большему и большему числу компаний становиться достаточно привлекательными, чтобы объединить свои силы с лидерами»⁴³.

Еврозона, в свою очередь, оказывает сильное влияние на экономики развивающихся стран Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы (англ. Central, Eastern, and South-eastern Europe — CESEE) — Чехии, Венгрии, Польши, Словакии, Словении, Эстонии, Латвии, Литвы, Албании, Боснии и Герцеговины, Болгарии, Хорватии, Македонии, Черногории, Румынии, Сербии, Беларуси, Молдовы, России, Украины, Турции. За последние 20 лет торговые связи между странами ЕС и CESEE укрепились. Экспорт стран Западной Европы

³⁹ Cesifo-group.de. (2014). CESifo Group Munich — Ifo Business Climate Index Continues to Fall. [online] Available at: <http://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Survey-Results/Business-Climate/Geschaeftsklima-Archiv/2014/Geschaeftsklima-20141027.html> [Accessed 26 Oct. 2014].

⁴⁰ Ifo Institute for Economic Research. (2017). Ifo Business Climate Index Rises. — Ifo Business Climate. Results of the Ifo Business Survey for April 2017, 5 pp.

⁴¹ International Monetary Fund. (2017). World Economic Outlook: Gaining Momentum? — Washington D.C., April, p. 2.

⁴² Fubini F. (2017). What's the Matter with Germany? [online] Project Syndicate. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/germany-slow-growth-absent-reform-by-federico-fubini-2017-01> [Accessed 7 May 2017].

⁴³ Institut der deutschen Wirtschaft Köln. (2013). Industry as a growth engine in the global economy. Final Report. — Cologne: IW Consult GmbH, IW Köln, p. 135.

в страны CESEE увеличился с 1 % ВВП в 1995 г. до 3,25 % в 2010 г. и превысил экспорт в страны Азии и западного полушария Земли⁴⁴. А для стран CESEE Западная Европа — крупнейший экспортный рынок, более важный, чем рынки самих стран CESEE. Финансовые секторы в рассматриваемых регионах также стали более интегрированными. Иностранные банки из Западной Европы контролируют в среднем более 60 % активов банковской системы региона CESEE. Доля иностранного капитала в банках CESEE варьирует от 35 % в России, Турции, Словении и Беларуси до свыше 80 % в Боснии, Чехии, Хорватии, Эстонии, Румынии и Словакии⁴⁵.

Поэтому очевидно, что наблюдающееся постепенное экономическое восстановление Западной Европы способствует также позитивным переменам в странах CESEE⁴⁶. С IV кв. 2013 г., вслед за ростом ключевых европейских экономик, начался процесс оздоровления и в регионе CESEE. Расчеты МВФ на ближайшие годы показывают, что экономический рост здесь будет устойчивым и может составить в 2017 г. более 2 %⁴⁷. Что касается Украины, то, как отмечает агентство Fitch, хотя в 2016 г. рост ее ВВП превзошел ожидания, все же в 2017 г. он, по-видимому, будет меньше в связи с экономической блокадой неподконтрольных правительству территорий на востоке страны⁴⁸. Это свидетельствует о том, что, во-первых, экономическая ситуация в стране в принципе могла быть лучше, чем фактическая. И во-вторых, дальнейшее развитие событий в национальном хозяйстве во многом зависит от того, насколько эффективны будут очередные раунды политики экономического стимулирования в странах еврозоны.

Европейский долговой кризис и монетарное стимулирование экономик стран еврозоны

С 2007 г., когда ипотечный кризис в США начал перерастать в глобальный финансовый, можно выделить три основных периода, в рамках которых происходила адаптация денежно-кредитной политики ЕЦБ к меняющейся ситуации в экономике и в финансовом секторе (табл. 3.1).

Сначала для борьбы с европейским долговым кризисом в ЕС был создан временный механизм в виде Европейского фонда финансовой стабильности

⁴⁴ Teja R. (2012). 2012 Spillover report — Background papers, p. 26/ International Monetary Fund. [online] Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/071012.pdf> [Accessed 26 Oct. 2014].

⁴⁵ Teja R. (2012), p. 27.

⁴⁶ Worldbank.org. (2014). Cloudy Outlook for Growth in Emerging Europe and Central Asia. [online] Available at: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2014/10/08/cloudy-outlook-for-growth-in-emerging-europe-and-central-asia> [Accessed 31 Oct. 2014].

⁴⁷ International Monetary Fund. (2017). Central, Eastern, and Southeastern Europe — effective government for stronger growth: regional economic outlook // Regional Economic Issues, November, p. 1.

⁴⁸ Fitchratings.com. (2017). Fitch Affirms Ukraine at 'B-'; Outlook Stable. Press Release. [online] Available at: <https://www.fitchratings.com/site/pr/1022957> [Accessed 8 May 2017].

Таблица 3.1. Меры антикризисной политики в еврозоне в 2007—2010 гг.

Этапы	Характеристики	Меры
Адаптация операционного механизма денежно-кредитной политики ЕЦБ в кризисной ситуации (2007—2008 гг.)	Системный финансовый кризис, высокая инфляция, обусловленная ростом цен на энергоносители, низкая деловая активность	Стабилизация денежного рынка путем предоставления дополнительной ликвидности банковскому сектору. Изменение подхода к распределению ликвидности с помощью основных операций рефинансирования (MRO). Проведение дополнительных долгосрочных операций по рефинансированию со сроками погашения 3 и 6 месяцев
Переход к нестандартным методам регулирования (2008—2009 гг.)	Резкое снижение экономических прогнозов, обвальное падение рынков, лавинообразный поток списаний активов с балансов банков, острейший кризис доверия в банковском секторе	Политика «дешевых денег», направленная на стимулирование кредитования, агрессивное снижение процентных ставок, реализация нестандартных программ, продолжение политики стимулирования деловой активности. Предоставление банковскому сектору неограниченного объема ликвидности. Расширение списка активов, принимаемых в качестве обеспечения
Поиск стратегий выхода из программ стимулирования (2009—2010 гг.)	Рост безработицы, сокращение объемов кредитования, сохранение дефляционных рисков, рост фондовых и товарных рынков	Предоставление дополнительных объемов ликвидности в целях стабилизации краткосрочных ставок межбанковского рынка и их сближения с официальной ставкой

Источник: Подколзина И. (2010). Антикризисная политика монетарных властей зоны евро // Деньги и кредит, № 10, с. 51—60.

(англ. European Financial Stability Facility — EFSF⁴⁹). Решение об его организации было принято 27 странами—членами ЕС 9 мая 2010 г., а уже в январе 2011 г. EFSF эмитировал пятилетних облигаций на сумму €5 млрд. Это позволило ему привлечь €44,5 млрд, что стало рекордной суммой для рынка государственных облигаций в Европе.

В конце 2011 г. была достигнута договоренность о замене EFSF постоянным фондом — Европейским механизмом стабильности (англ. European Stability Mechanism — ESM), который является важным компонентом комплексной стратегии ЕС по обеспечению финансового благополучия в еврозоне⁵⁰. ESM начал свою деятельность 8 октября 2012 г. Как и его предшественник, он

⁴⁹ Efsf.europa.eu. (2014). European Financial Stability Facility (EFSF). [online] Available at: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm> [Accessed 25 Oct. 2014].

⁵⁰ Esm.europa.eu. (2015). European Stability Mechanism. [online] Available at: <http://www.esm.europa.eu/> [Accessed 30 Mar. 2015].

предоставляет помощь государствам, испытывающим трудности с финансированием расходов.

31 января 2011 г. саммит ЕС одобрил «Договор стабильности, координации и управления в экономическом и валютном союзе» (англ. «Treaty on Stability, Coordination and Governance In the Economic and Monetary Union»⁵¹), ключевым принципом которого стало ужесточение требований к сбалансированности бюджетов стран-участниц. В частности, структурный дефицит бюджетов был ограничен 0,5 % ВВП вместо прежних 3 % (п. «b» ст. 3), а отношение государственного долга к ВВП, согласно требованиям договора, должно приближаться к 60 % ВВП.

Со стороны ЕЦБ антикризисная стратегия предусматривала реализацию комплекса мер интервенционистского характера. В частности, в 2011 г. ЕЦБ возобновил действие Программы рынков ценных бумаг (англ. Securities Markets Programme — SMP), запущенной еще в 2010 г. в ответ на массовый сброс инвесторами греческих государственных бумаг. Она была предназначена для интервенций на рынках государственных облигаций и снижения тем самым доходности по европейским государственным бумагам с целью стимулирования частных инвесторов к более активным покупкам государственных долгов проблемных стран⁵².

В 2012 г. Европейское банковское управление (англ. European Banking Authority — ЕВА) — независимый орган ЕС, призванный обеспечивать эффективное и последовательное пруденциальное регулирование и надзор в рамках всего европейского банковского сектора⁵³, — разработало план рекапитализации банков и избавления их от «плохих» кредитов и других проблемных активов. В рамках этого плана европейским банкам предполагалось выделить €106,5 млрд. По данным ЕВА, банкам Греции требовалось €30 млрд, Испании — 26,2 млрд, а Италии — 14,8 млрд. В конце января 2012 г. 31 европейский банк (среди которых — Commerzbank, второй по активам в Германии, и Monte dei Paschi di Siena — третий в Италии) представил план пополнения капитала на €115 млрд. Источниками рекапитализации выступают продажа активов (в том числе пакетов в других финансовых организациях), а также займы у инвесторов или налогоплательщиков⁵⁴.

В сентябре 2012 г. ЕЦБ запустил программу прямых монетарных операций (англ. Outright Monetary Transactions — ОМТ), которая предусматривала

⁵¹ European-council.europa.eu. (2012). Treaty on Stability, Coordination and Governance In the Economic and Monetary Union. [online] Available at: <http://www.european-council.europa.eu/media/579087/treaty.pdf> [Accessed 31 Oct. 2014].

⁵² *Потапова И.* (2012). Долговой кризис в ЕС / И. Потапова // Мировое и национальное хозяйство, №1(20). [online] Available at: http://www.mirec.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=6.html [Accessed 26 Oct. 2014].

⁵³ Eba.europa.eu. (2014). About us — European Banking Authority. [online] Available at: <http://www.eba.europa.eu/about-us;jsessionid=DD01D9F6D2AD322D110A7B7E5B14248E> [Accessed 25 Oct. 2014].

⁵⁴ *Потапова И.* (2012).

потенциально неограниченную покупку облигаций стран ЕС, сильнее всего пострадавших от мирового финансово-экономического кризиса. По оценке М. Драги (председателя ЕЦБ с ноября 2011 г.), эта программа сыграла ключевую роль в стабилизации финансовых рынков, на фоне которой выиграли практически все экономические агенты, и том числе — корпорации, банки и сектор недвижимости⁵⁵.

После утверждения этой программы, направленной на снятие «необоснованных ожиданий распада еврозоны», заметно уменьшились доходности долгосрочных государственных облигаций Испании, Италии, Ирландии и Португалии, многие банки вновь получили доступ к полноценному фондированию, прекратился отток депозитов. Кроме того, программа ОМТ позволила снизить фрагментацию европейских финансовых рынков, характеризующихся сильным разбросом размеров процентных ставок по кредитам⁵⁶.

На фоне слабости экономики еврозоны, низкой инфляции (значительно ниже целевого уровня) и депрессивного состояния кредитных процессов весной 2013 г. ЕЦБ принял такие основные решения в сфере монетарного регулирования⁵⁷:

- снижение ставки рефинансирования (англ. refinancing rate — RR) с 0,75 до 0,5 %;

- снижение ставки по кредитам ЕЦБ (англ. marginal lending facility — MLF) с 1,5 до 1 %;

- сохранение депозитной ставки ЕЦБ (англ. deposit rate — DR) неизменной на уровне 0,0 %;

- сохранение сверхмягкой политики до июля 2014 г.;

- продолжение не ограниченных по объему операций MRO (англ. main refinancing operations) и 3-месячных LTRO (англ. long term refinancing operation) до конца IV кв. 2014 г.;

- начало переговоров с европейскими институтами по вопросам функционирования рынка активов, доходы от которых обеспечиваются платежами по кредитам нефинансовых организаций (англ. asset-backed securities — ABS).

Впоследствии ЕЦБ еще не раз снижал ключевые процентные ставки. В частности, с 11 июня 2014 г. ставка рефинансирования была понижена до 0,15 %. В том же месяце ЕЦБ объявил о дополнительных мерах смягчения денежно-кредитной политики ради борьбы с угрозами дефляции и торможения экономики — о запуске новых программ целевого долгосрочного кредитования бан-

⁵⁵ РБК. (2013). М. Драги: Программа ОМТ помогла стабилизации финансовых рынков. [online] Available at: <http://top.rbc.ru/economics/26/06/2013/863488.shtml> [Accessed 26 Oct. 2014].

⁵⁶ Quote.rbc.ru. (2013). Глава ЕЦБ: Программа ОМТ сыграла ключевую роль в стабилизации финансовых рынков: Тема дня Quote.rbc.ru. [online] Available at: <http://quote.rbc.ru/person/2013/06/26/33975387.html> [Accessed 26 Oct. 2014].

⁵⁷ Ecb.europa.eu. (2014). ECB: Monetary policy decisions. [online] Available at: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130502.en.html> [Accessed 11 Nov. 2014]; Rcb.ru. (2013). Процентные ставки ЕЦБ и евро. [online] Available at: http://www.rcb.ru/data/analytics/07_05_13%20Kit%20finance%20ECB%20rates%20euro.pdf [Accessed 31 Mar. 2015].

ков (англ. targeted longer-term refinancing operations — TLTROs⁵⁸) под фиксированную ставку 0,15 % на €400 млрд за четыре года, а также о покупке «простых и прозрачных» ценных бумаг, обеспеченных активами (ABS)⁵⁹.

В сентябре 2014 г. ставка рефинансирования была понижена в очередной раз — теперь уже до 0,05 %. Несколько позже, в октябре 2014 г., ЕЦБ принял решение оставить неизменной основную процентную ставку в размере 0,05 %. В ходе состоявшейся пресс-конференции М. Драги заявил о том, что Совет управляющих принял решение по ключевым параметрам программ количественного смягчения, которые будут действовать около двух лет и могут оказать сильное влияние на баланс ЕЦБ⁶⁰.

Новые меры ЕЦБ были нацелены на поддержку отдельных сегментов рынка, играющих главенствующую роль в финансировании экономики, на улучшение функционирования монетарного механизма, на упрощение доступа к кредитным ресурсам для большей части экономических субъектов, на смягчение денежно-кредитной политики и на повышение эффективности управления ключевыми процентными ставками. Кроме этого применение таких мер было также призвано способствовать улучшению долгосрочных инфляционных ожиданий, имеющих важное значение для поддержания целевых темпов инфляции (ниже 2 %, но близко к этому показателю).

Когда в декабре 2014 г. инфляция в еврозоне стала отрицательной, ЕЦБ принял решение об использовании монетарного инструмента, который ранее помог снять многие финансовые проблемы в США, начав выкупать долги европейских стран на вторичном рынке (у банков). М. Драги 22 января 2015 г. объявил, что ЕЦБ запускает программу количественного смягчения, предусматривающую выкуп государственных ценных бумаг (англ. asset purchase programme — APP) на €60 млрд ежемесячно⁶¹. В комплексе с дальнейшим снижением ставки ЕЦБ по депозитам это позволило улучшить условия кредитования и уменьшить опасения дефляции. По оценкам европейских специалистов, без APP инфляция была бы отрицательной в 2015 г. и на ≈0,5 п. п. ниже в 2016–2017 гг., а ВВП еврозоны стал бы на ≈1,5 п. п. меньше⁶².

В 2016 г. в очередной раз снижены ключевые процентные ставки и расширена программа покупки активов до €80 млрд ежемесячно, начато приоб-

⁵⁸ Bundesbank.de. (2014). Deutsche Bundesbank — Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs). [online] Available at: http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Dossier/Tasks/targeted_longer_term_refinancing_operations.html [Accessed 2 Apr. 2015].

⁵⁹ Ru.reuters.com. (2015). ЕЦБ запускает новые LTRO, обсуждает покупку ABS, готов к другим мерам | Reuters. [online] Available at: <http://ru.reuters.com/article/idRUL6N00M3LR20140605> [Accessed 2 Apr. 2015].

⁶⁰ Worldbank.org. (2014). Cloudy Outlook for Growth in Emerging Europe and Central Asia. [online] Available at: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2014/10/08/cloudy-outlook-for-growth-in-emerging-europe-and-central-asia> [Accessed 31 Oct. 2014].

⁶¹ РБК. (2015). ЕЦБ запустил программу количественного смягчения на €1,1 трлн [online] Available at: <http://top.rbc.ru/finances/22/01/2015/54c0fd9a9a7947a4affe7c6c> [Accessed 2 Apr. 2015].

⁶² European Central Bank. (2015). Annual Report 2015, p. 4.

ретенение корпоративных облигаций и запущены новые целевые долгосрочные операции рефинансирования, направленные на постепенную корректировку темпов инфляции ближе к целевому уровню⁶³.

Таким образом, в отличие от США, где еще в конце 2015 г. ФРС оценила темпы восстановления экономики как достаточные и перешла к политике постепенного повышения ключевой процентной ставки, ЕЦБ продолжал нетрадиционную политику монетарного стимулирования экономики.

Действия монетарных властей ЕС по поддержке финансовых рынков, принятые в последние годы, принесли свои плоды для реальной экономики, хотя восстановление все еще слабое и неустойчивое, а в числе его главных рисков остаются высокая безработица и дефляция, которые мешают внутреннему потреблению стать надежным драйвером экономического оживления.

Оглядываясь назад, можно прийти к выводу, что в последние годы ЕЦБ действовал в целом довольно успешно, активно реагируя на кризис. Очевидно, что в случае необходимости он будет и в дальнейшем предпринимать шаги, направленные на поддержание стабильности ЕМУ. Тем не менее, очевидно, что программы монетарного стимулирования ЕЦБ имеют свои рамки и не могут служить универсальными инструментами решения всех проблем, связанных с долговым кризисом в зоне евро. В частности, ЕЦБ не может непосредственно предоставлять капитал предприятиям или влиять на решения банков по оценке кредитоспособности индивидуальных заемщиков. Он также не в состоянии самостоятельно обеспечить реальный экономический рост в условиях затяжной слабости общего уровня цен и низкой конкурентоспособности многих предприятий реального сектора экономики.

Поэтому для устойчивого преодоления кризисных явлений в зоне евро требуется лучшая координация монетарной и фискальной политик. М. Драги подчеркивает: «Денежно-кредитная политика ориентирована на поддержание ценовой стабильности в среднесрочной перспективе, а ее стимулирующая направленность способствует сохранению деловой активности. Однако для усиления инвестиционной деятельности, процессов создания рабочих мест и потенциала роста решающий вклад должны внести другие сферы экономической политики. В частности, в ряде стран явно нужно набирать темпы в деле законодательного обеспечения и реализации программ структурных реформ. Это касается рынков товаров и труда, а также мер по улучшению бизнес-среды для предприятий. Что же касается фискальной политики, то странам зоны евро не следует отступать от уже достигнутого прогресса, и они должны действовать в соответствии с правилами Пакта о стабильности и росте. ...Пакт должен оставаться якорем, который дает уверенность в устойчивости государственных финансов, а имеющаяся гибкость в рамках правил должна давать возможность правительствам направлять бюджетные расходы на главные структурные реформы, чтобы поддержать спрос и обеспечить более благоприятную для роста структуру бюджетной политики. Полная и последовательная реализация дей-

⁶³ European Central Bank. (2016). Annual Report 2016, p. 4.

ствующей в еврозоне системы финансового и макроэкономического надзора является ключом к снижению высокого уровня государственного долга, наращиванию потенциала роста и повышению устойчивости зоны евро к шокам»⁶⁴.

Очевидно, что именно такой комплексный подход имеет большие шансы для достижения стоящих перед ЕС стратегических целей.

3.2. ДЕЙСТВЕННОСТЬ МОНЕТАРНОГО МЕХАНИЗМА ЭКОНОМИК СТРАН ЕВРОЗОНЫ

Динамика процентных ставок

В течение рассматриваемого периода (2007—2016) ключевые процентные ставки ЕЦБ демонстрировали устойчивые тенденции к снижению (табл. 3.2). Все это в свою очередь отразилось на доходности государственных облигаций, а также на доступности кредитов — как потребительских, так и деловых.

В частности, на государственные облигации стран еврозоны сильно повлияли программы количественного смягчения посредством выкупа ценных бумаг. Доходность 10-летних государственных облигаций в ЕА имеет многолетний долгосрочный тренд к понижению, причем уже многие годы она намного меньше, чем у аналогичных бумаг США⁶⁵. События 2016 г., связанные с Brexit, способствовали дальнейшему сжатию доходности этих облигаций, однако к концу года она начала постепенно возрастать под влиянием итогов выборов в США и более оптимистических ожиданий, связанных с ускорением роста мировой экономики. В целом доходность суверенных облигаций стран еврозоны за десятилетний период сократилась приблизительно на 30 б. п. и на конец 2016 года составила около 0,9 %⁶⁶.

Политика ЕЦБ, направленная на улучшение условий финансирования, существенно повлияла также на уровень банковских процентных ставок. Например, результатом низкой стоимости привлечения банковских ресурсов стали низкие значения ставок по кредитам нефинансовым корпорациям сроком до 1 года и по ипотечным кредитам домохозяйствам (около 2 % годовых). Исключение составили потребительские кредиты населению, ставки по которым по очевидным причинам последние 10 лет находятся в стабильном диапазоне 6—8 % (рис. 3.5).

В этой связи следует отметить, что в зоне евро банковское финансирование (англ. bank-based financing) имеет намного большее значение, чем рыночное финансирование (англ. market-based financing), которое традиционно пре-

⁶⁴ Draghi M. (2014). ECB: Introductory statement to the press conference (with Q&A). [online] Available at: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141002.en.html> [Accessed 26 Oct. 2014].

⁶⁵ European Central Bank. (2015), p. 15.

⁶⁶ European Central Bank. (2016), p. 13.

3.2. Действенность монетарного механизма экономик стран еврозоны

Таблица 3.2. Ключевые годовые процентные ставки ЕЦБ, %

Годы	Начало действия	Депозитная ставка**	Главные операции по рефинансированию*. Тендеры со ставкой		Предельные кредитные ставки***
			фиксированной; ставка	плавающей; минимальная ставка предложения	
2014	10 Sep.	−0,20	0,05	—	0,30
	11 Jun.	−0,10	0,15	—	0,40
2013	13 Nov.	0,00	0,25	—	0,75
	8 May.	0,00	0,50	—	1,00
2012	11 Jul.	0,00	0,75	—	1,50
2011	14 Dec.	0,25	1,00	—	1,75
	9 Nov.	0,50	1,25	—	2,00
	13 Jul.	0,75	1,50	—	2,25
	13 Apr.	0,50	1,25	—	2,00
2009	13 May	0,25	1,00	—	1,75
	8 Apr.	0,25	1,25	—	2,25
	11 Mar	0,50	1,50	—	2,50
	21 Jan.	1,00	2,00	—	3,00
2008	10 Dec.	2,00	2,50	—	3,00
	12 Nov.	2,75	3,25	—	3,75
	15 Oct.	3,25	3,75	—	4,25
	9 Oct.	3,25	—	—	4,25
	8 Oct.	2,75	—	—	4,75
	9 Jul.	3,25	—	4,25	5,25
2007	13 Jun.	3,00	—	4,00	5,00

* Основная ставка рефинансирования (англ. Main Refinancing Rate — MRR) — это предельная ставка кредитования (которая является эквивалентом ставки по федеральным фондам США). Эта ставка как таковая определяет стоимость самых дешевых денег в еврозоне.

** Депозитная ставка ЕЦБ (англ. Deposit Rate — DR) — это ставка, которая выплачивается ЕЦБ по депозитам овернайт, размещенным банками еврозоны. Обычно эта опция не является предпочтительной из-за очень низкого процента (в настоящее время она на 25 б. п. ниже основной ставки рефинансирования).

*** Предельная кредитная ставка ЕЦБ (англ. Marginal Lending Rate — MLR) — это эквивалент дисконтного окна ФРС США. Данный инструмент действует как крайнее средство для финансовых учреждений, которые не в состоянии получить финансирование на внутреннем рынке. Запрашивая дополнительные фонды от ЕЦБ, учреждения соглашаются выплатить более высокую процентную ставку, чем на межбанковском рынке, но зато решают свои проблемы с ликвидностью. Предельный уровень MLR обычно поддерживается на 100 б. п. выше главной ставки рефинансирования ЕЦБ, хотя он может изменить этот показатель в ответ на колебания рынка по своему усмотрению. В настоящее время дополнительные издержки по займу от ЕЦБ (вместо межбанковского рынка) составляют 25 б. п.

Источник: European Central Bank. Forexfrad.com. (2015). ECB Policy — Understanding the European Central Bank. [online] Available at: <http://www.forexfrad.com/forex-articles/ecb-policy-european-central-bank.html> [Accessed 1 Apr. 2015].



Рис. 3.5. Годовые процентные ставки финансовых институтов по кредитам, номинированным в евро (нефинансовым корпорациям, домохозяйствам для покупки домов), и потребительским кредитам

Составлено по данным: ECB Statistical Data Warehouse.

обладает, например, в США. Не удивительно, что это сказывается на процентной политике ЕЦБ. Дело в том, что «количественное смягчение» (англ. quantitative easing — QE), использованное ФРС США, в определенных аспектах отличается от «кредитного смягчения» (англ. credit easing — CE), в большей степени практикуемого ЕЦБ.

В частности, «...количественное смягчение традиционно сфокусировано на покупке долгосрочных государственных облигаций у банков. Эта идея имеет два аспекта: во-первых, доходности суверенных облигаций служат в качестве ориентира при ценообразовании на эмитированные частным образом рискованные ценные бумаги. Когда приобретаются долгосрочные государственные облигации, ожидается снижение доходов по эмитированным частниками ценным бумагам параллельно с доходностью государственных облигаций. Во-вторых, если долгосрочные процентные ставки снижаются, то это стимулирует долгосрочные инвестиции и, следовательно, совокупный спрос, поддерживая таким образом ценовую стабильность»⁶⁷.

Что касается «кредитного смягчения», то это «...политика, которая непосредственно обращена на дефициты ликвидности и распространяется на оп-

⁶⁷ Smaghi L.-B. (2009). Conventional and unconventional monetary policy / Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva // BIS Review 52, p. 4.

ределенные (оптовые) сегменты рынка через покупку коммерческих бумаг, корпоративных облигаций и ценных бумаг, обеспеченных активами. Эффективность мер, нацеленных на оптовые финансовые рынки, зависит от их значения для финансирования домашних хозяйств и предприятий, которое существенно варьирует от страны к стране (в еврозоне оно заметно меньше, чем, например, в США)⁶⁸.

Очевидно, что и количественное, и кредитное смягчения означают расширение баланса центрального банка и денежную экспансию. Но при этом, исходя из институциональной специфики, например, ФРС и Банк Англии предпочитают политику количественного смягчения. А в зоне евро, где велика роль банковского кредитования, ЕЦБ обычно делает акцент на операциях рефинансирования. Масштабы у его нестандартных программ выкупа облигаций были существенно меньше, чем у аналогичных программ ФРС и Банка Англии, но могли быть реализованы при любом уровне процентных ставок⁶⁹. Хотя, как уже отмечалось, в январе 2015 г. ЕЦБ также запустил программу количественного смягчения.

Депозитная ставка, под которую ЕЦБ привлекает избыточную ликвидность (избыточные резервы) коммерческих банков в конце каждого рабочего дня, в июле 2012 г. была снижена до 0,0 % (см. табл. 3.2). В обычных условиях ставка рефинансирования выступает индикатором для ставки овернайт, под которую банки занимают деньги на межбанковском рынке, а минимальную планку для ставки овернайт определяет уровень депозитной ставки. Но в посткризисной ситуации на банковском рынке зоны евро, где под тяжестью избыточных резервов, которые на своем пике в марте 2012 г. достигали почти €800 млрд, ставки овернайт приблизились к депозитной ставке⁷⁰. Таким образом, снижение ставки рефинансирования почти не оказывало влияния на ставку овернайт. Поэтому, в связи с необходимостью поддержания спроса за счет дальнейшего смягчения политики на денежном рынке еврозоны, встал вопрос о целесообразности снижения депозитной ставки до отрицательного значения.

Введение отрицательной депозитной ставки неоднократно обсуждалось на заседаниях ЕЦБ, но регулятор не сразу решился на это⁷¹. Причина — значительные риски, включая негативное влияние на прибыльность европейских банков. Есть также сомнения в том, что только благодаря отрицательной депозитной ставке банки начнут активнее кредитовать реальный сектор экономики. Хотя очевидно, что отрицательная депозитная ставка по сути представляет собой санкцию за отказ от инвестиций в реальный сектор экономики

⁶⁸ Там же, р. 7.

⁶⁹ ИМЭМО РАН. (2013). Экономика стран ЕС после введения евро: от эйфории 1999 г. до долгового кризиса 2010-х годов / под ред. А.В. Кузнецова и Е.С. Хесина. — М.: ИМЭМО РАН, с. 194.

⁷⁰ Шагардин Д. (2013). ЕЦБ: ждать ли понижения ставок? [online] Available at: <http://d-shagardin.livejournal.com/89741.html> [Accessed 26 Oct. 2014].

⁷¹ Шагардин Д. (2013). ЕЦБ и новый курс монетарной политики. Часть 1. [online] Available at: <http://d-shagardin.livejournal.com/91003.html> [Accessed 26 Oct. 2014].

(поскольку в момент возврата денег со счетов банки получают их меньше, чем положили на депозиты). Поэтому в принципе она может способствовать хозяйственному оживлению.

В конечном счете, в июне 2014 г. председатель ЕЦБ М. Драги объявил, что в целях противодействия дефляционным ожиданиям ставки по депозитам уменьшается от 0 до $-0,10\%$. Тем самым ЕЦБ стал первым в мире из главных центральных банков, который начал использовать отрицательную депозитную ставку⁷². Позднее она была понижена до $-0,20\%$ (сентябрь 2014 г.), $-0,30\%$ (декабрь 2015 г.) и $-0,40\%$ (март 2016 г.).

К концу 2014 г. в целом ситуация с уровнем процентных ставок и стоимостью кредитных ресурсов в зоне валютного союза заметно изменилась. Так, за два года доходность по облигациям, эмитированным EFSF, упала более чем в 7 раз — с $2,4\%$ летом 2012 г. до $0,27\%$ по итогам августа 2014 г.; при этом ставка по займам на европейском рынке межбанковского кредитования опустилась с $0,33\%$ в апреле 2014 г. до $0,2\%$ в августе⁷³. В ноябре 2014 г. индикатор стоимости займов по новым кредитам нефинансовым корпорациям уменьшился по сравнению с предыдущим месяцем на 9 б. п. — до $2,49\%$. Это было седьмым уменьшением подряд с мая 2014 г. Стоимость займов по новым кредитам домашним хозяйствам для покупки недвижимости сократилась на 6 б. п. — до $2,55\%$. Это было десятым уменьшением подряд с февраля 2014 г. Наконец, в том же месяце снизилась процентная ставка по депозитам корпораций и домашних хозяйств. Для процентов по депозитам домашних хозяйств это было десятым уменьшением подряд с февраля 2014 г.⁷⁴ В целом с июня 2014 г. процентные ставки заметно упали для широкого спектра классов активов и кредитных рынков. В результате как предприятия еврозоны, так и домашние хозяйства получили более благоприятные условия для заимствований. Так, в период между июнем 2014 г. и декабрем 2016 г. ставки банковских кредитов для компаний уменьшились более чем на 110 б. п.⁷⁵

Все это позволяет снижать издержки заимствований для стран — членов и корпоративных клиентов в еврозоне и в комплексе с мерами по стимулированию инвестиций в рискованные активы и ослаблению курса евро создает дополнительные стимулы для оживления европейской экономики.

⁷² Black S. (2014). Draghi Takes ECB Deposit Rate Negative in Historic Move. [online] Bloomberg. Available at: <http://www.bloomberg.com/news/2014-06-05/draghi-takes-ecb-deposit-rate-negative-in-historic-move.html> [Accessed 26 Oct. 2014].

⁷³ Quote.rbc.ru. (2015). Глава ЕЦБ: Программа ОМТ сыграла ключевую роль в стабилизации финансовых рынков: Тема дня Quote.rbc.ru. [online] Available at: <http://quote.rbc.ru/person/2013/06/26/33975387.html> [Accessed 26 Oct. 2014].

⁷⁴ Ecb.europa.eu. (2015). Euro area bank interest rate statistics: November 2014. Press release 8 January 2015. [online] Available at: <http://www.ecb.europa.eu/press/pdf/mfi/mir1501.pdf> [Accessed 2 Apr. 2015].

⁷⁵ European Central Bank. (2016), p. 54.

Кредитование

Предпринятые монетарными властями еврозоны шаги по преодолению последствий долгового кризиса и стимулированию хозяйственного развития пока не привели к принципиальному улучшению кредитного обеспечения нефинансовых корпораций и домохозяйств (рис. 3.6).

В отличие от периода до начала мирового финансово-экономического кризиса, монетарные усилия властей ЕМУ — темпы роста денежной массы — существенно опережают монетарные результаты — темпы роста кредитов, выданных предприятиям и населению (рис. 3.6).

Не самое лучшее положение дел в сфере кредитования, в свою очередь, негативно сказывается на экономике европейского региона в целом, особенно с учетом того обстоятельства, что 90 % долгового финансирования в зоне евро приходится именно на банковские займы⁷⁶. Поэтому данная проблема находилась и продолжает находиться в фокусе монетарной политики ЕЦБ, направленной на создание благоприятных условий для возобновления кредитования.

Как отмечали специалисты МВФ в 2014 г., «...корпоративные финансовые левэриджи остаются повышенными в некоторых проблемных странах, и процесс сокращения доли заемных средств все еще находится на ранней стадии. Оздоровление балансов и снижение долгов компаний оказывают обратное влияние на банковский сектор из-за низкого спроса на кредиты и высокого удельного веса невозвратных кредитов (англ. non-performing loans — NPLs). В результате снижения коэффициентов левэриджа как корпоративного, так и банковского секторов кредитование частного сектора продолжает сокращаться»⁷⁷.

Действительно, в 2012—2013 гг. имело место сокращение объемов кредитования нефинансовых корпораций и сферы потребления. Банки еврозоны продолжали постепенно ужесточать кредитные стандарты и ожидали дальнейшего стабильного усиления их жесткости⁷⁸. При этом уровень просроченной задолженности в банковской системе еврозоны поднялся вместе с уровнем безработицы. А пока балансы банков (особенно периферийных стран) перегружены «плохими» кредитами, вероятность перехода к активному кредитованию реального сектора экономики остается невысокой⁷⁹.

Разумеется, инвестиции в еврозоне могут быть восстановлены и без увеличения объемов кредитования, однако такие «бескредитные» (англ. creditless) способы выхода из рецессии, как правило, связаны с относительно низким уровнем инвестиций и медленными темпами роста ВВП. Анализ свиде-

⁷⁶ *Barkbu B.* (2015). Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak? / Bergljot Barkbu, S. Pelin Berkmen, Pavel Lukyantsau, Sergejs Saksonovs. — IMF Working Paper, European Department, WP/15/32, p. 6.

⁷⁷ International Monetary Fund. (2014). Euro Area Policies: Selected Issues. — IMF Country Report No. 14/199, 113 p.

⁷⁸ European Central Bank. (2014). The Euro Area Bank Lending Survey. 2nd Quarter of 2014. — Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, July 2014, 57 p.

⁷⁹ *Roland B.* (2013). Non-performing loans. What matters in addition to the economic cycle? / B. Roland, P. Jakubik, A. PiloIU // ECB Working Paper Series № 1515, February 2013, 32 p.

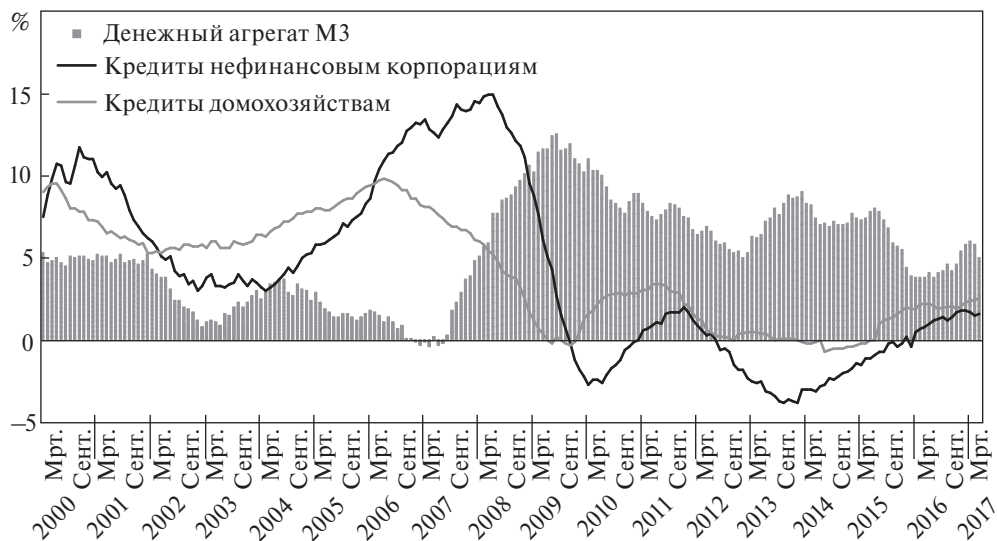


Рис. 3.6. Годовые темпы роста кредитов нефинансовым корпорациям и домохозяйствам и темпы роста денежной массы М3
 Составлено по данным: ECB Statistical Data Warehouse.

тельствует, что на практике только один из 5 случаев восстановления после рецессии был «бескредитным»⁸⁰. В свою очередь, затянувшееся слабое восстановление с низким уровнем инвестиций может иметь нежелательные долгосрочные последствия в виде снижения потенциальных объемов производства, тормозящего ожидаемый экономический рост в будущем.

С 2014 г. ситуация в анализируемой сфере деятельности несколько изменилась в лучшую сторону. Как отмечают специалисты ЕЦБ, во II кв. 2014 г., впервые с 2007 г., банки еврозоны отчитались о смягчении кредитных стандартов для предприятий. Этот процесс затронул также ипотечные и потребительские ссуды. В то же время отмечалось, что «...уровень кредитных стандартов по-прежнему относительно высок»⁸¹.

Кредитные стандарты для всех категорий клиентов продолжали свой дрейф в сторону смягчения и в последующие отчетные периоды. Так, в IV кв. 2014 г. большинство банков еврозоны отчитались о смягчении стандартов по кредитам нефинансовым корпорациям и домашним хозяйствам, что отвечало новым ожиданиям экономических субъектов⁸².

Параллельно вырос нетто процент банков, сообщающих о повышении спроса клиентов на кредиты (определяется как разница между процентом банков,

⁸⁰ Barkbu B. (2015).

⁸¹ European Central Bank. (2014). The Euro Area Bank Lending Survey. 4th quarter of 2013. — Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, January 2014, p. 1.

⁸² European Central Bank. (2015). The Euro Area Bank Lending Survey. 4th quarter of 2014. — Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, January, p. 1.

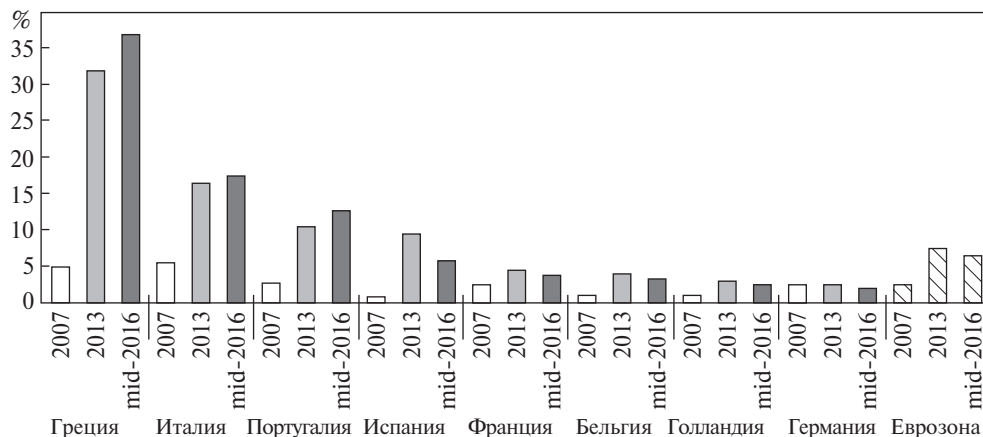


Рис. 3.7. Удельный вес неработающих кредитов в отдельных странах еврозоны и ЕА в целом
Источник: European Central Bank.

у которых спрос на кредиты растет, и процентом банков, отчитывающихся о снижении спроса на них). Это было особенно характерно для кредитов нефинансовым корпорациям и потребительских, тогда как спрос на ипотечные кредиты стабилизировался на достигнутом уровне. Между тем следует подчеркнуть, что впервые с середины 2011 г. значительно повысился спрос на кредитование инвестиций в основной капитал⁸³.

Что касается неработающих кредитов, то в настоящее время по сравнению с 2013 г. их удельный вес в зоне евро снизился, но все еще существенно выше, чем в докризисный период (2007—2008 гг.). При этом по отдельным странам ситуация очень разная: в странах Западной Европы (Германии, Нидерландах, Бельгии, Франции) лучше, а в странах Южной Европы (Греции, Италии, Португалии, Испании) — хуже (рис. 3.7).

Такие неблагоприятные явления в ряде стран объясняются не только циклическими факторами, связанными с финансово-экономическим кризисом, но и структурными. В частности, высокие долги корпоративного сектора, низкая производительность и слабая внешняя конкурентоспособность многих предприятий препятствуют корпоративным инвестициям и расширению деловой активности, а слабые правительственные финансы и медленные реформы рынков труда увеличивают страновые риски⁸⁴.

В целом в банковском секторе ЕС ситуация остается сложной. По оценкам специалистов МВФ⁸⁵, если к концу 2016 г. в США большая часть банков вернулась к нормальному уровню рентабельности, то в Европе почти 1/3 бан-

⁸³ Там же, р. 2.

⁸⁴ European Central Bank. (2016), р. 72.

⁸⁵ International Monetary Fund. (2016). Global Financial Stability Report Press Conference — 2016 IMF Annual Meetings. [online] Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/10/05/AM16-TR100516-Global-Financial-Stability-Report-Press-Conference> [Accessed 7 May 2017].

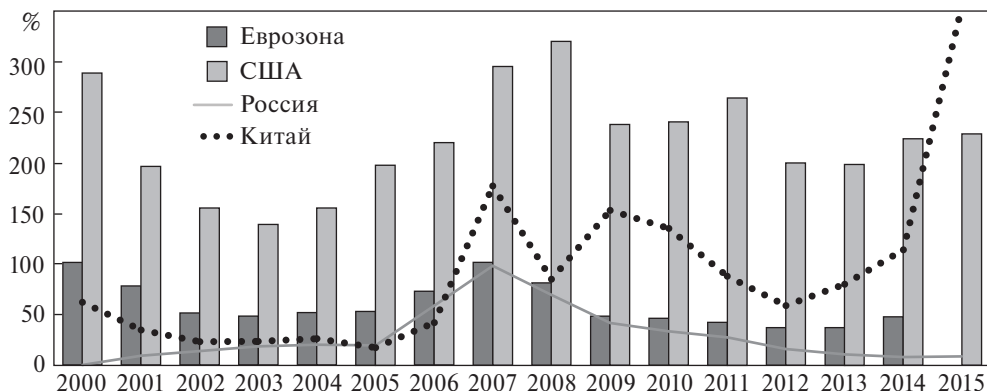


Рис. 3.8. Отношение рыночной капитализации акций к ВВП в некоторых странах мира и еврозоне

Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

ковской системы, представляющая около \$8,5 трлн, остается слабой и неспособной генерировать стабильную прибыль. А чтобы решить эту проблему, необходимо, во-первых, разобраться с неработающими кредитами (прежде всего, за счет политической поддержки процессов, связанных с решением вопросов несостоятельности и последующего восстановления банков), а во-вторых — сделать европейские банки более эффективными. Сейчас слишком много банковских отделений, у которых очень мало вкладов, и слишком много кредитных учреждений, у которых стоимость финансирования неконкурентно высока.

Таким образом, с позиций исторической перспективы спрос на кредиты в зоне евро все еще остается слабым, особенно со стороны нефинансовых корпораций. И поскольку большинство компаний и домохозяйств по-прежнему осторожны в политике расходов в условиях сохранения проблем, связанных с низкой инфляцией, и часто отказываются от заемных средств, то спрос не может вдруг сильно повыситься.

Фондовый рынок

В зоне евро рынок акций имеет меньшее значение, чем рынок долговых ценных бумаг (приблизительно в 3 раза, если сравнивать с показателем отношения к ВВП сумм непогашенных долгосрочных долговых ценных бумаг, выпущенных резидентами зоны евро)⁸⁶. Более того, как следует из рис. 3.8, европейский фондовый рынок постепенно теряет свои позиции по отношению к рынкам США и Китая. По оценкам специалистов PwC⁸⁷, в скором вре-

⁸⁶ European Central Bank. (2017). Financial markets. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/mono/eaec/markets/html/index.en.html> [Accessed 14 May 2017].

⁸⁷ PwC. (2011). Рынки капитала в 2025 году: Будущее фондовых рынков. [online] Available at: <http://www.pwc.com/ua/ru/services/capital-markets/capital-markets-2025.html> [Accessed 14 May 2017].

мени передовые позиции в мире на рынках капиталов могут занять фондовые биржи развивающихся стран (Китая, Индии), а не развитых.

Тем не менее, события на европейских фондовых рынках важно анализировать с точки зрения характеристики состояния «здоровья» экономики и оценки последних тенденций ее развития.

Динамика индексов EURO STOXX 50⁸⁸ и STOXX Europe 600⁸⁹ (рис. 3.9) свидетельствует, что фондовые рынки и экономика еврозоны постепенно восстанавливаются.

Наибольшее «проседание» этих рынков, как реакция на мировой финансово-экономический кризис, наблюдалось в начале 2009 г. В течение его первых двух месяцев продолжился спад предыдущего периода. Инвесторы по-прежнему предпочитали не рисковать, а волатильность фондового рынка была даже несколько выше, чем в конце 2008 г.⁹⁰ Но уже весной настроения на фондовых рынках улучшились, чему способствовали позитивные экономические новости и растущая уверенность экономических агентов в действиях правительств и ЕЦБ. В более длительной перспективе напряжение удалось уменьшить благодаря последовательным институциональным мерам по преодолению долгового кризиса, в частности, созданию EFCF в 2010 г. Все это способствовало росту курса акций в Европе.

События кризисного периода в Европе свидетельствуют, что существуют веские основания для государственного регулирования секьюритизации рынков. Дело в том, что эффективно функционирующий фондовый рынок потенциально способен содействовать долгосрочной финансовой стабильности, но в отсутствие регуляторного вмешательства нет уверенности в том, что его возможности будут полностью задействованы. К тому же в периоды кризисов большой потенциал такого рынка в части нанесения ущерба финансовой стабильности слишком очевиден. Поэтому явно нежелательно, чтобы финансовая система чрезмерно опиралась на какой-то один источник (банковский или рыночный) или чтобы рынок секьюритизации был сформирован без со-

⁸⁸ Euro Stoxx 50 представляет собой фондовый индекс акций еврозоны, разработанный STOXX Limited, принадлежащей Deutsche Börse Group и SIX Group. Он состоит из 50 наиболее ликвидных акций компаний-лидеров из 12 стран Еврозоны: Австрии, Бельгии, Финляндии, Франции, Германии, Греции, Ирландии, Италии, Люксембурга, Нидерландов, Португалии и Испании. (См.: Stoxx.com. (2014). STOXX.com | EURO STOXX 50®. [online] Available at: http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=sx5e [Accessed 31 Oct. 2014]).

⁸⁹ Индекс STOXX Europe 600 является производным от STOXX Europe Total Market Index и под множеством индекса STOXX Global 1800. Индекс STOXX Europe 600 представляет компании большой, средней и малой капитализации из 18 стран европейского региона: Австрии, Бельгии, Чешской Республики, Дании, Финляндии, Франции, Германии, Греции, Ирландии, Италии, Люксембурга, Нидерландов, Норвегии, Португалии, Испании, Швеции, Швейцарии и Соединенного Королевства. (См.: Stoxx.com. (2014). STOXX.com | STOXX® Europe 600. [online] Available at: http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=SXXP [Accessed 31 Oct. 2014]).

⁹⁰ European Central Bank. (2009). Annual Report 2009, p. 44.



Рис. 3.9. Динамика индексов: а — EURO STOXX 50; б — STOXX Europe 600
 Источник: Stoxx. Innovative. Global Indices.

блюдения стандартов, способствующих его эффективному функционированию и, следовательно, большей стабильности⁹¹.

В настоящее время корпоративный сектор в ЕС в существенной степени зависит от кредитов финансовых посредников, и только крупнейшие фирмы имеют возможность прямого доступа к рынкам капитала. Для преодоления негативных последствий такой финансовой фрагментации и поддержки трансграничных инвестиций важное значение может иметь государственная поддержка секьюритизации, направленная на обеспечение диверсификации источников финансирования не только для крупных, но и для малых и средних предприятий (МСП).

При этом, как отмечают специалисты МВФ, уже выдвинутые инициативы ЕС, Европейского инвестиционного банка и Европейского инвестиционного фонда по улучшению секьюритизации для МСП пока слишком слабы и узко направлены, чтобы иметь широкое влияние. Для успешного развития

⁹¹ The Bank of England and the European Central Bank. (2014). The case for a better functioning securitisation market in the European Union. — A Discussion Paper, p. 6.

рынков секьюритизации следует принять комплекс мер по дифференциации режимов регулирования фондовых трансакций высокого и низкого качества, формированию партнерской программы по переложению и уменьшению рисков; осуществлению структурных улучшений (в части законодательства о банкротстве, качестве и прозрачности залогового обеспечения и др.)⁹².

В последние годы европейский фондовый рынок демонстрирует неустойчивый, но восходящий тренд, хотя начало 2016 г. было отмечено значительным снижением мировых и европейских фондовых индексов, обусловленным событиями в Китае. Как известно, там произошло резкое падение курсов акций, связанное с девальвацией юаня, которую неожиданно провел Народный банк Китая. Для многих инвесторов это стало подтверждением их опасений по поводу того, что экономика КНР, от которой многое зависит в современном мире, оказалась слабее, чем предполагалось. Однако уже к апрелю 2016 г. рынки акций в зоне евро отвоевали ранее оставленные позиции. Похожие колебания наблюдались также в период референдума о членстве Великобритании в ЕС (в июне 2016 г.). Во II половине 2016 г. фондовый рынок еврозоны заметно вырос в связи с улучшением экономических прогнозов. В целом за 2016 г. общий индекс EURO STOXX подрос приблизительно на 1 %. В тоже время следует подчеркнуть, что это небольшое увеличение общего индекса замаскировало снижение стоимости банковских акций под влиянием известных проблем с неработающими кредитами и низкой рентабельностью ряда кредитных учреждений⁹³.

Если говорить о тенденциях на ближайшие годы, то начавшееся во II половине 2016 г. циклическое восстановление мировой обрабатывающей промышленности и торговли улучшает экономические перспективы Европы⁹⁴ и, возможно, в дальнейшем обусловит более уверенный рост фондовых индексов акций еврозоны⁹⁵.

Рынок труда

Затяжной характер долгового и финансового кризисов в ЕС обусловил длительный рост безработицы в странах—членах (EA-19 и EU-28) с пиком в III кв. 2013 г. (рис. 3.10), которая, в отличие от экономик и США, и Китая, еще очень далека от своего докризисного уровня.

Такие негативные тенденции были связаны с общим длительным снижением платежеспособного спроса населения, который раньше, в начале 2000-х годов, поддерживался во многом благодаря росту задолженностей домашних

⁹² International Monetary Fund. (2014). Euro Area Policies: Selected Issues. — IMF Country Report No. 14/198, p. 17.

⁹³ European Central Bank. (2016), p. 13.

⁹⁴ International Monetary Fund. (2017). World Economic Outlook: Gaining Momentum? — Washington, April, p. XV.

⁹⁵ Larner D. (2017). The Outlook Is Bright for European Stocks in 2017. [online] Available at: <http://www.barrons.com/articles/the-outlook-is-bright-for-european-stocks-in-2017-1481954242> [Accessed 14 May 2017].

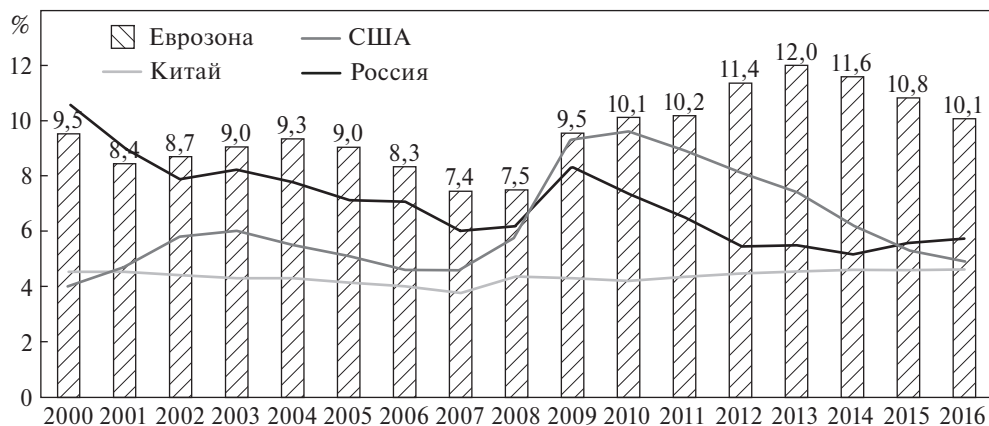


Рис. 3.10. Уровень безработицы в странах еврозоны, в США, Китае и России
 Составлено по данным: International Labour Organization, ILOSTAT database.

хозяйств, бизнес-структур и государства. Кризисные явления в монетарной сфере временно парализовали систему кредитования предприятий и домохозяйств и привели к резкому падению покупательной способности населения. Это, в свою очередь, негативно сказалось на экономике стран еврозоны, где потребительский бум начала 2000-х годов был в существенной степени инспирирован кредитной экспансией банков. Отсюда — падение деловой активности и самые высокие за последние 30 лет уровни безработицы. В отдельных странах Западной Европы, экономика которых хуже развита и потому в условиях глобализации менее конкурентоспособна, безработица приобрела массовый характер (например, в Испании и Португалии, где значительный контингент рабочей силы составляют работники низкой квалификации).

Уровень безработицы в ЕС, как и уровень развития национальных экономик, существенно отличаются. Например, в 2014 г. доля безработных граждан в Италии составила около 13 %, во Франции — более 10 %, в Германии — около 5 % (≈4 млн чел.). Рекордсменом была и остается Греция, где на протяжении ряда лет (с 2012 г.) стабильно не могли найти работу приблизительно 25 % граждан.

При этом в Европе сложилась ситуация, когда одновременно с высокой безработицей в одних местах существует большое количество вакансий в других местах (всего 4,5—5 млн рабочих мест). Например, когда в странах Южной Европы безработица среди молодежи превышает 50 %, в странах Северной Европы миллионы рабочих мест остаются незанятыми. Тысячи немецких работодателей ищут персонал, чтобы заполнить пустующие рабочие места, а тысячи трудящихся в Испании не могут найти работу⁹⁶. Очевидная причина такого

⁹⁶ *Martinez D.* (2014). La paradoja de Europa: Paro elevado, pero millones vacantes. [online] Available at: <http://www.lavanguardia.com/economia/20130615/54375667171/la-paradoja-de-europa-paro-elevado-millones-vacantes.html> [Accessed 24 Oct. 2014].

положения дел заключается в том, что рынок труда в ЕС остается фрагментированным, и между государствами—членами этой организации существует значительная несбалансированность.

В последние годы (с IV кв. 2013 г.), в том числе благодаря мерам монетарного стимулирования развития экономики, в сфере занятости наблюдались определенные положительные тенденции: если в III кв. 2013 г. общий уровень безработицы в ЕА-19 составлял 12 %, то в I кв. 2014 г. — 11,7 %, во II кв. 2014 г. — 11,6 % и в III кв. 2014 г. — 11,5 %. С целью ее дальнейшего снижения в конце 2014 г. Европейский Парламент принял решение о выделении финансовой помощи (€35,5 млн) Греции, Италии, Польше и даже относительно благополучной Франции. В частности, речь идет о более чем 3,8 тыс. сотрудников, уволенных руководством французской авиакомпании Air France после обострения конкуренции со стороны авиаперевозчиков из стран Персидского залива и роста цен на топливо. К концу 2015 г. безработица в ЕА-19 сократилась до 10,4 %, а к концу 2016 г. — до 9,6 %.

Тем не менее, в целом нынешняя ситуация на рынке труда в странах еврозоны продолжает оставаться напряженной (по разным причинам и в разной степени). Пока средний уровень безработицы существенно превышает отметки докризисных 2007—2008 гг. (7,5—8 %).

Заметно хуже обстоят дела в сфере занятости молодежи: так, в 2013 г. безработица среди граждан в возрасте до 25 лет в 2013 г. в Испании составила более 55 %, а в Греции — почти 60% (рис. 3.11).

В целом безработица среди молодежи снизилась с 24 % в октябре 2013 г. до 23,2 % в октябре 2014 г., однако нынешнее значение этого показателя по-прежнему намного выше уровня 2010—2011 гг. (20—21 %) и тем более значений конца 2007 г. (15—16 %).

Обычная политика ЕС в сфере занятости молодежи предусматривает выделение дополнительного финансирования под создание новых рабочих мест. При этом деньги в первую очередь стараются направлять в производственную сферу, чтобы заинтересовать руководителей предприятий в приеме на работу молодых людей и снять напряженность среди этой наиболее ущем-

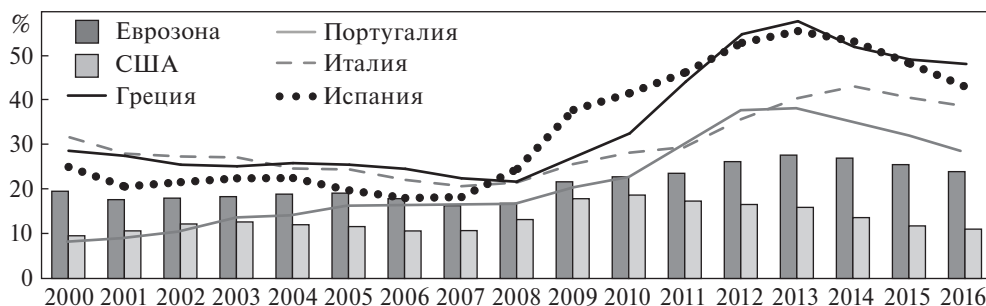


Рис. 3.11. Поквартальная динамика безработицы среди молодежи в странах еврозоны
Составлено по данным: Eurostat. Employment and unemployment (Labour Force Survey).

ленной части населения⁹⁷. Однако, как отмечают специалисты МВФ, универсальных рецептов успешного решения вопросов в указанной сфере не существует. В ЕС проблемы безработицы среди молодежи многогранны и разнообразны, и соответствующие меры необходимо подбирать индивидуально, с учетом конкретных обстоятельств, определяющих уровень безработицы в той или иной стране⁹⁸.

Тем не менее, в контексте рассматриваемых проблем важно отметить, что главной предпосылкой для их решения является обеспечение устойчивого экономического роста, поскольку молодежная безработица высокочувствительна к фазам экономического цикла. В этой связи монетарные меры поддержания экономического роста приобретают особое значение.

Стимулирование экономического роста

Комплексные меры по преодолению долгового кризиса и обеспечению финансовой стабилизации— со стороны как ЕЦБ посредством стимулирования спроса и снижения степени финансовой фрагментации, так и национальных правительств посредством улучшения суверенных и банковских балансов — в конечном итоге привели к постепенному восстановлению экономики еврозоны, которое, судя по прогнозам МВФ, продолжится и в ближайшие годы (рис. 3.12).

Во-первых, пока это восстановление еще неустойчивое (гладкая траектория развития от МВФ, приведенная на рис. 3.12, распространяется только на будущее, что на практике маловероятно и, по-видимому, связано со спецификой математического моделирования экономических процессов), а во-вторых, темпы роста остаются весьма низкими по сравнению как со среднемировыми показателями (рост на 3,5—3,6 %⁹⁹), так и с основными геополитическими конкурентами (Китаем, ВВП которого ежегодно растет свыше 6 %, и США, которые несколько лет подряд демонстрируют рост ВВП приблизительно по 2 % в год).

Такая неуверенная динамика в значительной мере определяется слабым спросом, зависящим от ситуации в сфере динамики цен.

В зоне евро гармонизированный индекс потребительских цен (Harmonised Index of Consumer Prices — HICP) еще в начале 2015 г. имел отрицательное значение. Чтобы продвинуть его к целевому уровню в среднесрочной перспективе, потребовались дальнейшие меры по усилению внутреннего спроса, поддержанные адекватными мерами в сфере монетарной политики. Результат зависит от того, насколько позитивны будут долгосрочные послед-

⁹⁷ *Martinez D.* (2014).

⁹⁸ International Monetary Fund. (2014). Euro Area Policies: Selected Issues. — IMF Country Report No. 14/198, 42 p.

⁹⁹ International Monetary Fund. (2017). World Economic Outlook: Gaining Momentum? — Washington, April, p. 2.

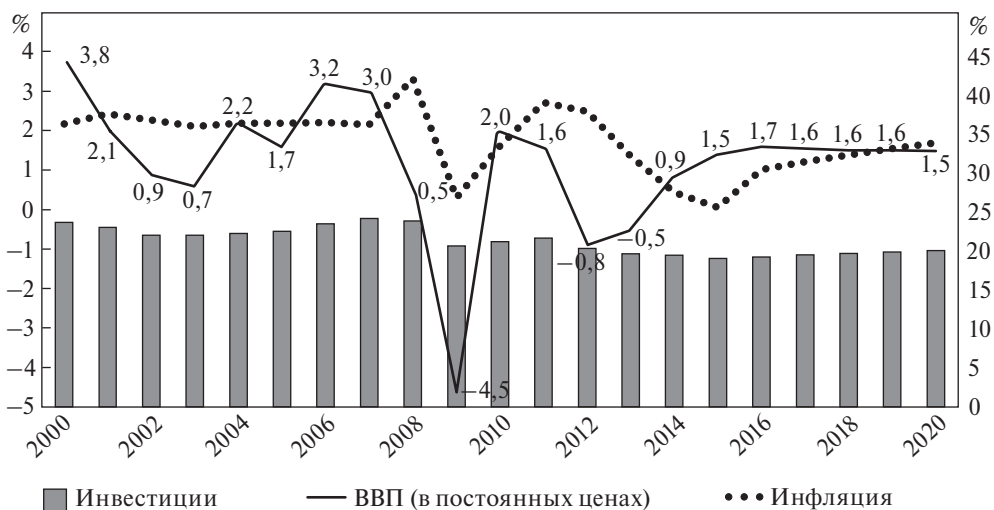


Рис. 3.12. Фактическая и прогнозная динамика ВВП, инфляции (левая шкала) и инвестиций (правая шкала) в еврозоне

Составлено по данным: IMF, World Economic Outlook Database; IMF Staff Estimates.

ствия мер ЕЦБ по количественному смягчению. Во всяком случае первая реакция экономики на них была положительной. Как отмечал Bloomberg Business в марте 2015 г., «Европейский Центральный Банк завершил свой первый месяц крупномасштабных приобретений активов, и высокопоставленные должностные лица уже указывают на положительный эффект. Хотя в минусе остаются риски для экономики даже после объявления о программе закупок на сумму €1,1 трлн (\$1,2 трлн), Президент ЕЦБ Марио Драги представил лучшие прогнозы и заявил 16 марта, что есть основания для «оптимизма относительно перспектив»¹⁰⁰.

В 2016 г. НІСР в зоне евро составил в среднем 0,2 % по сравнению с 0,0 % в 2015 г. При этом профиль инфляции в основном определялся динамикой цен на энергоносители¹⁰¹. Если весной 2016 г. она была отрицательной, то затем, с ростом энергетических цен, постепенно увеличивалась. С учетом этой зависимости, в дальнейшем, в связи с ожидаемым восстановлением цен на энергоносители в мире (до показателя 2005 г.) (рис. 3.13), можно также рассчитывать на постепенное приближение инфляции в еврозоне к целевому уровню.

После наибольшего «проседания» европейской экономики в 2012 г. импульс к росту, который она получила от действий монетарных властей, в 2014 г. несколько ослаб. Но уже в 2015 г. появились лучшие возможности для более

¹⁰⁰ Bloomberg.com. (2015). Euro-Area Economy Set to Gather Pace as New Orders Fuel Hiring. [online] Available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-07/euro-area-economy-set-to-gather-pace-as-new-orders-fuel-hiring> [Accessed 27 Apr. 2015].

¹⁰¹ European Central Bank. (2016), p. 24.

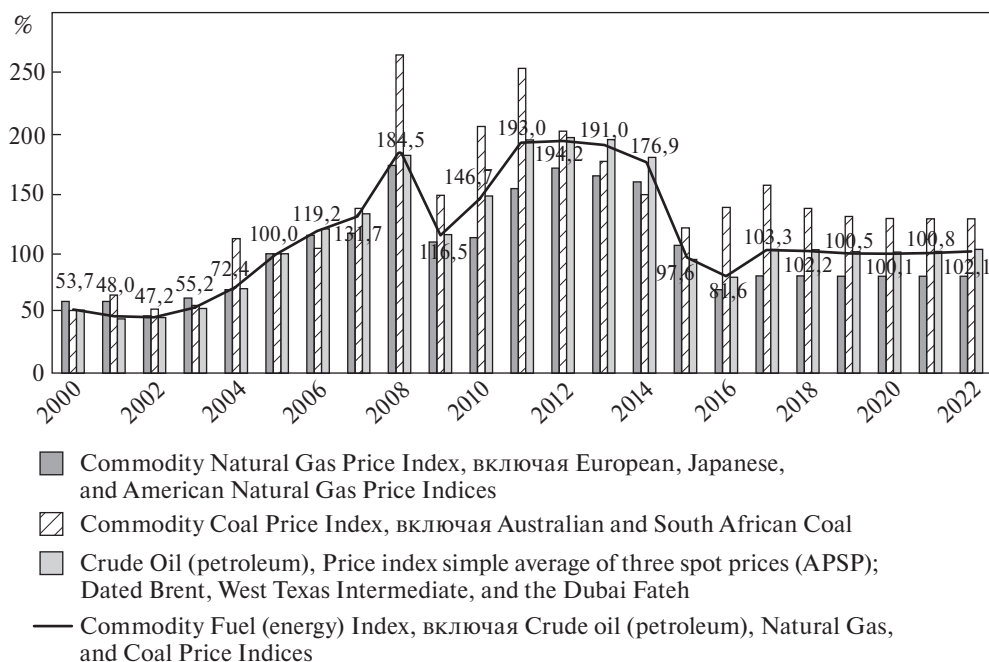


Рис. 3.13. Фактическая и прогнозная динамика цен на энергоносители в мире
 Составлено по данным: IMF, World Economic Outlook Database; IMF Staff Estimates.

уверенного восстановления. Как отмечал Президент ЕЦБ М. Драги, «экономическая ситуация и краткосрочная перспектива для еврозоны в настоящее время более обнадеживающие, чем они были в течение нескольких лет. Различные факторы помогают повысить уверенность в том, что слабое и неустойчивое восстановление, наблюдавшееся до сих пор, получит силу и широту. ЕЦБ следовал своему мандату поддержания ценовой стабильности, стремясь сделать так, чтобы инфляция вернулась к уровню меньшему, но близкому к 2 % в среднесрочной перспективе. Усиленный финансовый сектор, аккомодационная среда макроэкономической политики, здоровая налоговая политика и намерение правительств еврозоны следовать курсу структурных реформ должны позволить еврозоне вступить на путь устойчивого роста в условиях ценовой стабильности»¹⁰².

Эти ожидания в определенной степени оправдались. В 2016 г., в связи с ростом располагаемых доходов, частное потребление увеличилось приблизительно на ту же величину, что и в 2015 г. Несколько снизились темпы роста

¹⁰² Ecb.europa.eu. (2015). ECB: Euro area economic outlook, the ECB's monetary policy and current policy challenges. Statement by Mario Draghi, President of the ECB, prepared for the thirty-first meeting of the International Monetary and Financial Committee, Washington D.C., 17 April 2015. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150417.en.html> [Accessed 27 Apr. 2015].

инвестиций, но зато выросло потребление общественного сектора. И в целом восстановление экономики было относительно широким по странам еврозоны.

Для дальнейшего успешного развития ЕС и преодоления нарастающего отставания от мировых лидеров ключевое значение будут иметь ускоренное развитие реального сектора европейской экономики, повышение инвестиционной активности хозяйствующих субъектов, создание новых высокотехнологичных рабочих мест (в том числе за счет реализации новых возможностей, открывающихся в связи с развитием «Индустрии 4.0», пониженными ценами на энергоносители и улучшением глобальных экономических перспектив).

ВЫВОДЫ

1. Создание зоны евро в 1999 г. стало важным событием глобального значения и масштаба, попыткой создать и использовать единую национальную валюту для ряда национальных экономик. Это был впечатляющий проект Западного мира, с которым связывались большие надежды на поддержание дальнейшего суверенного (вне зоны доллара США) и стабильного развития европейских стран, многим из которых действительно удалось достичь очень высоких социальных, экономических и экологических стандартов, ставших образцом для ряда других, менее развитых, государств, и в том числе для Украины.

В настоящее время большинство стран ЕС (19 из 28) входят в зону евро, что позволяет использовать единый монетарный механизм регулирования экономического развития путем определения объемов денежной эмиссии и уровня ключевой процентной ставки. Право на использование этого механизма принадлежит ЕЦБ, первой задачей которого является поддержание ценовой стабильности.

2. Однако достаточно быстро выяснилось, что объединение многих стран в единую валютную зону имеет не только положительные результаты, связанные с конвергенцией национальных экономик, снижением транзакционных издержек и единством монетарной политики (в частности, это увеличение объемов взаимной торговли товарами и услугами, повышение мобильности рабочей силы, рост потоков прямых инвестиций между странами зоны евро и др.), но и отрицательные последствия, обусловленные разыми уровнями развития политических, экономических, монетарных и бюджетно-налоговых систем стран — членов ЕС, их институциональными особенностями и тем самым — монетарной фрагментацией ЕМУ, когда отдельные физические и юридические лица с одинаковым профилем рисков, но работающие в разных странах (одни — в считающихся безопасными, другие — в относящихся к группе риска), получают разный доступ к финансовым ресурсам и на разных условиях. Отсюда — искривление базовых условий хозяйствования, вступающее в противоречие с основополагающими принципами рыночной экономики, а также проблемы с функционированием экономики еврозоны.

3. В настоящее время в зоне евро монетарная политика является централизованной, а фискальная и экономической политики относятся к компетенции отдельных правительств. Очевидно, что такая институциональная архитектура не жизнеспособна в долгосрочной перспективе. Особенно наглядно это проявилось во время европейского кризиса суверенных долгов, который был инспирирован финансово-экономическим кризисом в США, но истоки которого кроются в коренных свойствах самой еврозоны, в частности — в социокультурной неоднородности и относительно слабом уровне интеграции стран — членов ЕС. Более того, монетарные власти сильнейших европейских экономик также несут свою долю ответственности за перенос этой опасной болезни из США в Европу, поскольку они тоже активно занимались рискованными массовыми инвестициями в структурированные финансовые продукты.

4. Для преодоления последствий кризисных явлений со стороны как национальных правительств стран еврозоны, так и ЕЦБ были приняты комплексы мер по стимулированию деловой активности, оздоровлению суверенных и банковских балансов. В частности, ЕЦБ начал проводить политику снижения ставок рефинансирования по кредитам и депозитам, а также кредитного и количественного смягчения путем приобретения коммерческих бумаг, корпоративных облигаций и ценных бумаг, обеспеченных активами, долгосрочных государственных обязательств у коммерческих банков и других частных предприятий. В результате ставки по депозитам впервые в новейшей истории главных центральных банков мира были снижены до отрицательных значений. В комплексе все это позволило, хоть и не сразу, стабилизировать ситуацию и выйти на траекторию экономического роста, перспективы которого на ближайшие годы оцениваются как умеренно оптимистические.

В то же время состояние самих банков пока остается не самым лучшим. По оценкам специалистов, почти 1/3 европейской банковской системы откровенно слаба и неспособна генерировать нормальную прибыль. Чтобы решить эту проблему, необходимо внедрять новые бизнес-модели, избавляться от многочисленных нерентабельных отделений, решать проблемы неработающих кредитов, что, в свою очередь, требует уже не только продуманных управленческих решений, но и политической воли.

С точки зрения долгосрочной перспективы, все не так просто и многие сложные проблемы остаются, по сути, отложенными. Как отмечала в 2014 г. А. Меркель — лидер страны (ФРГ) с самой крупной в ЕС экономикой: «Надежно и уверенно кризис не преодолен», а, потому «...нам необходимо решительно продолжать усилия по обеспечению устойчивого роста, крепкого государственного бюджета и созданию рабочих мест»¹⁰³. С тех пор, разумеется, ситуация улучшилась, но многие глубинные проблемы остаются.

¹⁰³ Kennedy S. (2014). Euro Economy's Managers Aren't Blinking in Market Rout. [online] Bloomberg. Available at: <http://www.bloomberg.com/news/2014-10-16/euro-economy-s-managers-aren-t-blinking-in-market-rout.html> [Accessed 24 Oct. 2014].

5. Такое положение дел обусловлено комплексом монетарных (но не только) причин.

Во-первых, европейские страны, входящие в валютный союз, лишены возможности использовать плавающие валютные курсы национальных валют для корректировки макроэкономических дисбалансов, а такие компенсационные механизмы, как эластичность национальных цен и заработных плат, мобильность рабочей силы и фискальные трансферты, не являются в нынешних условиях достаточно действенными и надежными. Все это мешает оперативному решению проблем, возникающих у ряда стран зоны евро.

Во-вторых, использование единой монетарной политики по принципу «один размер подходит всем», т. е. без надлежащей привязки к другим направлениям экономической политики (прежде всего, бюджетно-налоговой), в странах с широким разнообразием и высоким уровнем развития политических, социальных, экономических и культурных структур связано с системными потерями благосостояния.

В-третьих, как уже отмечалось, принципиальное значение имеют незавершенность институциональной структуры и фрагментарность механизмов управления в зоне евро. Хотя, например, вопросы общеевропейского банковского надзора и бюджетных правил активно обсуждались еще в ходе подготовки ЕМУ, все же они так и остались в компетенции национальных правительств, что со временем стало источником многих проблем, в т. ч. споров между Францией и Германией по поводу соблюдения требований Маастрихтских соглашений о предельном дефиците бюджета, а также между центром и периферией ЕС относительно целей и методов экономической политики и др. Все это обуславливает необходимость дальнейшего продвижения европейских интеграционных процессов теперь уже в направлении реализации концепции четырех союзов («4-Unions») — бюджетного, банковского, экономического и политического¹⁰⁴. Но, несмотря на то, что европейские лидеры добились некоторого прогресса в этом отношении, принятые до сих пор меры пока не привели к реальному сближению и подлинному экономическому союзу.

6. В последнее время ситуация в еврозоне характеризуется постепенным улучшением рациональных ожиданий экономических субъектов. Но посткризисное экономическое восстановление все еще является недостаточным и неравномерным. Инфляция находится на низком уровне (существенно ниже целевых 2 %), и слишком долго финансовые рынки остаются фрагментированными. Такое положение дел препятствует устойчивому восстановлению экономического равновесия и решающему прогрессу в сокращении долгов и безработицы.

Если рассматривать события в глобально-историческом контексте, то ситуация, как минимум, не улучшается. Население Европы быстро стареет. Ее

¹⁰⁴ *Mongelli F.P.* (2013). The mutating euro area crisis is the balance between «sceptics» and «advocates» shifting? — European Central Bank, Occasional Paper Series № 144 / February 2013, p. 32.

экономика уже несколько лет не может полностью оправиться от финансово-экономического кризиса. Впервые со времен Второй мировой войны существует реальный риск, что новые поколения молодых людей будут жить хуже, чем их родители. Возникли острые крупномасштабные проблемы с беженцами из соседних стран, пострадавших от вооруженных конфликтов. Ряд европейских государств подверглись террористическим атакам. Граждане Великобритании, одной из стран — членов ЕС, проголосовали за выход из Союза¹⁰⁵.

Если еще недавно Европа производила половину мирового продукта, то в последние годы ее доля составляет менее 20 %, а к середине XXI в. может упасть до 7 %, т. е. экономика Европы по размерам будет сопоставима с экономикой Африки¹⁰⁶. При этом совокупный внешний долг стран ЕС уже превышает соответствующие показатели США, в силу чего возникают понятные сомнения в том, что его легко будет выплатить или хотя бы существенно сократить.

Серьезные сомнения возникают и в отношении будущего для евро. Как отмечалось на страницах *Forbes* — одного из наиболее авторитетных и известных экономических изданий в мире, «...каждый, кто смотрит на мир рационально, видит в совместной валюте исторический провал, который может привести к еще более губительным последствиям для Европы и конкурентоспособности всего континента. Евро может спасти только одно — намного более обширная интеграция между странами еврозоны: общая финансовая политика, выпуск совместных облигаций, готовность переводить огромные отчисления из богатых стран в бедные или, если быть более точным, из Германии в остальные страны еврозоны.

Этот путь возможен, но нежелателен для граждан, чьи интересы, кажется, фундаментально отличаются от интересов политиков. Он требует отказа от национальной независимости до уровня, который избиратели считают неприемлемым, и именно поэтому пойти по нему можно исключительно недемократическим способом»¹⁰⁷.

Еще один вариант — это создание «многоскоростной» и «многоуровневой» Европы, разные варианты которой были представлены в «Белой книге» ЕС¹⁰⁸, опубликованной весной 2017 г., накануне 60-летия со дня подписания Римского договора 1957 г., давшего начало ЕЭС — прообразу современного Евросоюза. Идея заключается в том, что часть стран будет следовать курсу на более быструю и глубокую интеграцию (например, в таких сферах, как внешние границы, оборона, монетарная, фискальная и социальная политика), а другие страны (или группы стран) — на менее быструю и глубокую, т. е., по сути, согласно собственной «программе» членства в Союзе.

¹⁰⁵ European Commission. (2017). White paper on the future of Europe. Reflections and scenarios for the EU27 by 2025. — COM(2017)2025, p. 6.

¹⁰⁶ *Bongiovanni F.* (2012). *The Decline and Fall of Europe* / Francesco M. Bongiovanni. — London: Palgrave Macmillan, p. 2.

¹⁰⁷ *Forbes.ru.* (2015). Нищая Европа: какое будущее ожидает ЕС. [online] Available at: <http://www.forbes.ru/mneniya-column/krizis/238468-nishchaya-evropa-kakoe-budushchee-ozhidaet-es> [Accessed 25 Mar. 2015].

¹⁰⁸ European Commission. (2017).

Однако такой подход, в существенной степени отражающий сегодняшние реалии, встречает обоснованные возражения и опасения¹⁰⁹. Одно из них состоит в том, что многоскоростное развитие будет означать фактическую «второсортность» некоторых стран ЕС. Другое связано с чрезмерным ростом степеней свободы, грозящим превратить ЕС в неэффективную аморфную организацию. Наконец, нельзя исключать и опасность такого развития событий, когда не все страны согласятся на общие принципы и конечную цель, вследствие чего европейский клуб будет медленно, но верно разваливаться.

7. По-видимому, подобные негативные ожидания следует расценивать как чрезмерно пессимистические, и Евросоюзу, обладающему большим опытом решения острых вопросов и нахождения конструктивных компромиссов, со временем удастся с помощью наднациональных и национальных демократических процедур сократить до приемлемых размеров степень социокультурной и финансовой фрагментаций, сделать ее не такой острой проблемой, по крайней мере, в отдельных регионах Союза. Однако вряд ли все это поможет радикально переломить нынешние, не самые благоприятные, тенденции развития ЕС в глобально-цивилизационном контексте. Такие шаги требуют большого периода, повышения производительности труда в западноевропейском обществе и — самое главное — восстановления прежнего высокого авторитета западноевропейской культуры (в широком смысле слова).

С одной стороны, этого будет очень трудно добиться, а с другой — без выполнения указанных условий будет практически невозможно вернуть прежнюю всемирно-историческую роль Западной Европы в современном динамично меняющемся мире.

¹⁰⁹ Economist.com. (2017). Europe's future is multi-speed and multi-tier. Special report. [online] Available at: <http://www.economist.com/news/special-report/21719193-eu-must-embrace-greater-differentiation-or-face-potential-disintegration-europes> [Accessed 18 May 2017].

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИКИ КИТАЯ

Китайская Народная Республика (КНР) — первая в мире по численности населения (почти 1,4 млрд чел.) и по ВВП с учетом ППС и вторая — по номинальному ВВП. Она обладает крупнейшими в мире золотовалютными резервами. По данным МВФ, к концу 2014 г. удельный вес Китая в ВВП мира с учетом ППС составил 16,5 % (США — 16,3 %), а к концу 2016 г. — 17,7 % (США — 15,5 %). В настоящее время КНР является одним из ведущих индустриальных центров мира и крупнейшим на планете производителем многих видов продукции — металлургической, машиностроительной, химической, строительных материалов, сельскохозяйственной и др.¹ Глобальное лидерство Китая в сфере материального производства ярко характеризуется тем фактом, что он опережает все страны мира в производстве легковых и грузовых автомобилей: в 2016 г. их было изготовлено здесь 28,1 млн, т.е. больше, чем выпускают прежние лидеры — США (12,2 млн), Япония (9,2 млн) и Германия (6,1 млн), вместе взятые². Но при этом в Китае опережающими темпами развивается и сфера современных услуг. В 2017 г. в этой стране крупнейшими корпорациями по объемам капитализации стали социальный медиагигант Tencent и специализирующаяся на электронной коммерции фирма Alibaba, входящие в число самых высокотехнологичных компаний мира³.

Китай — это также гигантский рынок, крупнейший в мире потребитель ряда товаров и ресурсов (рис. 4.1).

¹ *Калабеков И.* (2014). Россия, Китай и США в цифрах. Справочное издание / И.Г. Калабеков. — М., 254 с.

² Oica.net. (2017). Production Statistics | OICA. [online] Available at: <http://www.oica.net/category/production-statistics/> [Accessed 19 May 2017].

³ *Chan E.* (2017). Tencent, Alibaba Set the Pace for Global Technology: Chart. [online] Bloomberg.com. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-17/tencent-alibaba-set-the-pace-for-global-technology-chart> [Accessed 21 May 2017].

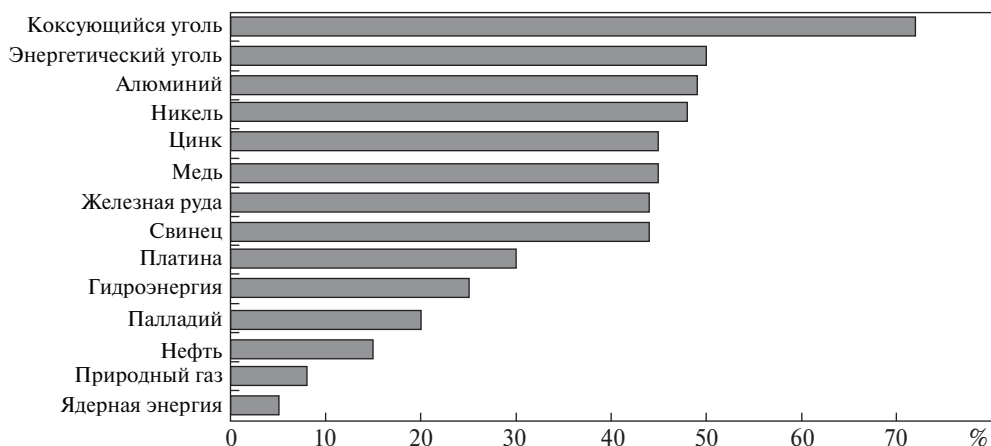


Рис. 4.1. Удельный вес Китая в мировом потреблении товаров и ресурсов (2015 г.) (%)
 Источник: Bank of America Merrill Lynch, The Research Investment Committee Report.

Согласно Конституции, КНР является социалистическим государством, которому удалось достичь макроэкономической стабильности, высокой деловой активности хозяйствующих субъектов и впечатляющих внешнеэкономических успехов, сочетания ориентированной на инвестиции модели развития с высокими нормой накопления и темпами экономического роста⁴. Особенности этой модели (так называемого «Пекинского консенсуса»⁵) заключаются в ведущей роли государства в экономике, в опережающем развитии промышленности — признанного в мире драйвера НТП, в резком сокращении бедности и повышенном внимании к науке и образованию.

В настоящее время продолжается уже четвертое десятилетие с начала экономических реформ в Китае, инициированных в 1978 г. Коммунистической партией Китая (КПК) и Дэн Сяопином⁶ и направленных на построение «социализма с китайской спецификой». Эти реформы обеспечили наиболее впечатляющие за всю мировую историю экономический подъем и массовое снижение бедности населения. Однако бесспорные успехи страны в одних сферах сопровождаются серьезными проблемами и угрозами в других. С одной стороны, Китаем достигнут выдающийся прогресс в сферах роста национального производства и объемов экспорта, привлечения ПИИ, развития инфраструк-

⁴ Кирдина С. (2010). Институциональный анализ китайской модели: теоретическая дискуссия и прогноз: Материалы круглого стола, Москва, ИЭ РАН, 16 апреля 2009 г. / под ред. С.Г. Кирдиной, Л.И. Кондрашовой // Вестник научной информации № 3. — М.: Институт экономики РАН, с. 10.

⁵ Салицкий А. (2007). Пекинский консенсус — смена вех в мировой экономике / Centrasia.ru. [online] Available at: <http://www.centrasia.ru/newsA.php?st=1179-211920> [Accessed 20 Mar. 2015].

⁶ Evans R. (1997). Deng Xiaoping and the Making of Modern China / R. Evans. — London & New York: Penguin Books, 1997, 384 p.

туры, накопления валютных резервов. Но, с другой стороны, в стране обострились проблемы, связанные с углублением социального неравенства и межрегиональных различий, коррупцией, низкими доходами трудящихся-мигрантов, масштабными выбросами углерода и загрязнением окружающей природной среды. Очевидно, что эти два аспекта — положительный и отрицательный — будут определять траекторию развития Китая и в последующие четыре десятилетия, по истечении которых КНР (в 2049 г.) будет отмечать свой 100-летний юбилей⁷.

Еще недавно символом Китая был велосипед, который в повседневной жизни использовали миллионы граждан этой страны. Теперь с велосипедом — в контексте проблем обеспечения стабильности развития — эксперты сравнивают китайскую экономику: «Велосипеды, особенно при полной нагрузке, устойчивы лишь постольку, поскольку они продолжают двигаться. То же самое иногда говорят об экономике Китая. Если она потеряет обороты — это будет крах»⁸.

В обеспечении устойчивости такого поступательного движения очень важную роль играет монетарная политика. За нее в КНР отвечает Народный банк Китая (НБК; англ. People's Bank of China — PBoC), который был основан еще в 1948 г.⁹

В течение последних лет НБК характеризует свою политику как «пруденциальную», т. е. не слишком сдерживающую и не слишком свободную. При этом она носит, с одной стороны, про-рестрикционный характер, поскольку направлена на ограничение возрастания рисков и долгов в экономике и «охлаждение» рынка недвижимости, а с другой — про-стимулирующий характер, поскольку стремится поддерживать процессы социально-экономического развития в стране. Одновременно центробанк продолжает последовательно отходить от практики административного управления, постепенно реализуя курс на либерализацию валютной и процентной политик. И хотя в настоящее время НБК еще нельзя считать полностью независимым от других органов государственной власти, все же при Чжоу Сяочуань — главе центробанка с 2002 г. — он уже получил реальные элементы такой независимости.

Внешняя среда монетарной политики КНР определяется тем обстоятельством, что страна, после длительного периода переговоров, стала членом ВТО (в 2001 г.), и теперь правительству приходится больше внимания уделять проблемам международной координации своих действий. Глобальная финансовая неустойчивость, обусловленная в том числе сочетанием сверхпотребления в США и высоких сбережений в эмерджентных экономиках Азии, усиливает давление на Китай, который пытается сбалансировать три главных приоритета: реформы, развитие и стабильность. При этом следует учитывать, что Ази-

⁷ Fan S. (2013). The Economics of China: Successes and Challenges / S. Fan, R. Kanbur, S.-J. Wei, Xiaobo Zhang. — National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 19648, 51 pp.

⁸ The Economist. (2012). Pedalling Prosperity. — The Economist Special Report: China's Economy, May 26, pp. 1–2.

⁹ Pbc.gov.cn. (2014). About the People's Bank of China. [online] Available at: <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/952/index.html> [Accessed 20 Mar. 2015].

атский финансовый кризис (1997–1998), приведший к эмиссии избыточной ликвидности, существенно изменил среду проведения валютной политики в стране. Кроме того, в связи с ипотечным кризисом в США возникла проблема перегрева в секторе недвижимости в Китае, что, в свою очередь, заставило его ввести в арсенал инструментов государственного регулирования меры макроэкономической пруденциальной политики¹⁰.

В ответ на обозначенные вызовы монетарные власти КНР сосредоточились на контроле за инфляцией и сумели в условиях продолжающихся реформ сохранить в основном стабильные цены и опережающие мировой уровень показатели экономического роста, хотя специалисты ожидают, что в ближайшие годы он будет уже не таким быстрым, как прежде¹¹.

По крайней мере, 2016 г. Китай закончил на мажорной ноте. Потребление сохраняется на высоком уровне, заводы вышли из четырехлетней полосы дефляции, и в целом страна продемонстрировала темпы роста выше, чем ожидалось. В значительной степени этому способствовали дешевые кредиты государственных банков, выделяемые по просьбе правительства. В этой связи МВФ улучшил свой прогноз по поводу экономического роста в Китае на 2017 г. с 6,2 до 6,5 %¹².

В целом монетарный механизм экономического развития Китая в условиях глобальной финансовой нестабильности оказался достаточно эффективным. С его помощью эта страна с эмерджентной экономикой десятилетиями поддерживает высокие темпы роста ВВП, добилась впечатляющего уменьшения бедности и сумела избежать потрясений, через которые в течение последних десятилетий прошли многие страны мира. Поэтому монетарный механизм КНР заслуживает особого внимания со стороны других менее успешных эмерджентных экономик, и в том числе Украины.

4.1. СОВРЕМЕННЫЕ ОСОБЕННОСТИ МОНЕТАРНОГО МЕХАНИЗМА ЭКОНОМИКИ КИТАЯ Экономический и институциональный контексты действия монетарного механизма экономики Китая

В настоящее время КНР является одним из локомотивов мировой экономики и, как ожидается, к моменту празднования своего 100-летнего юбилея может стать самым влиятельным государством мира — причем не

¹⁰ Zhou X. (2014). China's Monetary Policy Since the Turn of the Century. [online] Available at: <http://english.caixin.com/2012-11-30/100467497.html> [Accessed 20 Mar. 2015].

¹¹ Michael B. (2014). Moody's: Slowdown in China, EU, Brazil and South Africa Drag on Global Growth for 2015/16. [online] Available at: <http://www.ibtimes.co.uk/moodys-slowdown-china-eu-brazil-south-africa-drag-global-growth-2015-16-1474075> [Accessed 20 Mar. 2015].

¹² International Monetary Fund. (2017). World Economic Outlook. A Shifting Global Economic Landscape, January, p. 3.

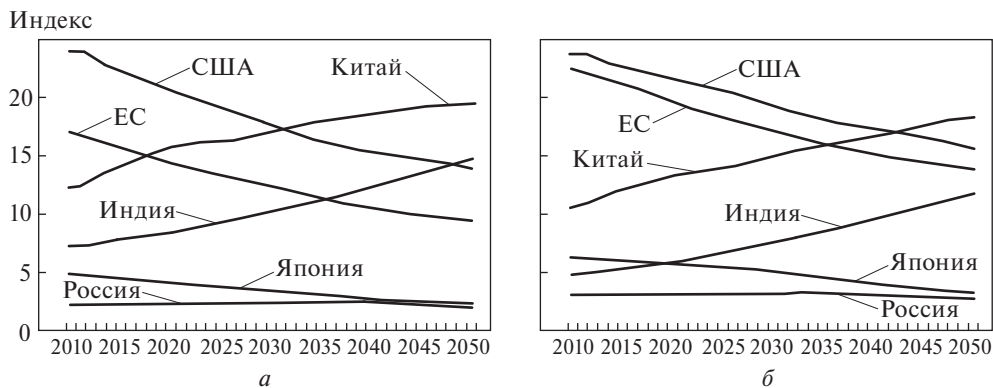


Рис. 4.2. Прогнозы глобального индекса могущества по наиболее влиятельным странам мира: четырехкомпонентного (ВВП, численность населения, расходы на оборону, технологии) и многокомпонентного

Источник: National Intelligence Council, USA, 2012.

только в социально-экономическом аспекте, но и по глобальному индексу могущества от The National Intelligence Council (USA)¹³ (рис. 4.2).

Китай — это один из лидеров мирового Юга, подъем которого, по оценкам ООН, является беспрецедентным по своим темпам и масштабам. Вместе с такими влиятельными странами Азиатско-Тихоокеанского региона, как Япония, Южная Корея и Вьетнам, он входит в число конфуцианских «проактивных стран в развитии» (англ. proactive developmental states), которые во многом формируют новую повестку дня мирового развития¹⁴.

Еще в начале XX в. многие в Китае считали конфуцианство фактором отсталости страны, но теперь, наоборот, азиатские политические лидеры и специалисты воспринимают его как источник прогресса всего региона в целом и КНР в частности. «Именно идеи Конфуция были взяты на вооружение правительством для легитимизации проведенных рыночных реформ. На смену маоистским пришли конфуцианские мировоззренческие установки, которые понятны для китайцев и соответствуют их культурным традициям (такие, например, как: «Хорошо быть богатым и тем самым стать примером для других»). Отмечаемые конфуцианством приоритетность дисциплины и строгая система старшинства, преданность работодателю, бережливость и тяга к повышению своего образования определяли те принципы и ориентиры, которые приходится принимать во внимание всем вовлеченным в коммерческую деятельность»¹⁵.

¹³ National Intelligence Council. (2012). Global Trends 2030: Alternative Worlds. — NIC, USA, 140 p.

¹⁴ United Nations Development Programme. (2013). The Rise of the South: Human Progress in a Diverse World. — UNDP, Human Development Report 2013, 203 pp.

¹⁵ Федоровский А. (2003). Институциональные преобразования в Китае: предпосылки, особенности, перспективы / А. Федоровский // Мировая экономика и международные отношения, № 4, с. 80.

В экономическом контексте принципиальное значение имеют три аспекта конфуцианства¹⁶.

Первый аспект — это отличное от европейского понимание роли человека в обществе. Западный мир — это атомизированное общество эгоистичных индивидов, действующих рационально в рамках опубликованных целенаправленно продуманных и корректно сформулированных правил¹⁷. А конфуцианский мир — это мир социальной координации (иерархии) и одновременно гармонии¹⁸: правитель—подданный, отец—сын, муж—жена, а «...общие правила и ценностные нормы, определяющие повседневное поведение и принятые способы ведения дел — сознательно или бессознательно — получены в основном из обычая. ...некоторые ученые назвали эти неписанные культурные нормы «скрытыми правилами»¹⁹ (в отличие от западных публичных).

Второй аспект — это отличное от европейского отношение к целям экономической деятельности. Как прозорливо отмечал М. Вебер, западный мир устроен таким образом, что в нем уже не стремление к приобретению служит человеку средством удовлетворения его материальных потребностей, а все существование человека направлено на приобретение как на цель жизни²⁰, так что «...человек живет, чтобы работать, а не работает, чтобы жить»²¹. В то же время в конфуцианском мире деньги рассматриваются только как средство существования и приобретения материальных ценностей, как ключ к лучшей жизни или способ продемонстрировать социальное положение²².

И наконец, третий аспект — это отличные от европейских отношения между государством и рыночными субъектами хозяйствования. В западном мире государство и рынок обычно рассматриваются как альтернативы, связанные с выбором между кейнсианством и либерализмом, Вашингтонским и пост-Вашингтонским консенсусом²³ и т. д. В конфуцианском же мире рынок и государство «...не противопоставлены друг другу, а дополняют друг друга как *инь* и *янь*. В этой модели государственное управление не является враждебным частному сектору: более того, оно преисполнено большего уважения к пред-

¹⁶ Вишневский В. (2017). Наднациональные модели налоговых систем: от Китая до Магриба (Китайско-Восточноазиатская, Индийско-Южноазиатская и Магрибско-Ближневосточная налоговые популяции): монография / В.П. Вишневский, Л.И. Гончаренко, А.В. Гурнак, Е.Н. Вишневская; под общ. ред. проф. В.П. Вишневского. — М.: Магистр: ИНФРА-М, 2017, с. 94–96.

¹⁷ Weber M. (1946). *Essays in Sociology* / M. Weber; translated and edited by Hans H. Gerth and C. Wright Mills. — New York: Oxford University Press, p. 299.

¹⁸ Вольпи В. (2012). Азиатская экономическая модель и Запад: реванш «видимой руки» / В. Вольпи, Ф. Машеи; пер. с итал. Н. Тюкалова; науч. ред. д.э.н. проф. Ю.В. Таранухи. — М., с. 119.

¹⁹ Там же, с. 29.

²⁰ Weber M. (1992). *The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*. Translated by Talcott Parsons / M. Weber. — London and New York: Routledge, p. 18.

²¹ Weber M. (1992).

²² Weber M. (1992). p. 30.

²³ Стиглиц Дж. (1998). Многообразные инструменты, шире цели: движение к пост-Вашингтонскому консенсусу / Дж. Стиглиц // Вопросы экономики, № 8, с. 4–34.

принимателям, с которым вступает в переговоры на взаимовыгодных условиях, на основе подхода *выигрыш—выигрыш* '(win—win)'²⁴. При этом правительственная занятость традиционно дает высокий статус, что означает возможность легко нанимать лучших и креативных работников, а потому бюрократия «...является элитарной, образованной, эффективной, честной, имеет 'самурайско-мандаринское' происхождение»²⁵.

По западным меркам в Китае качество хозяйственных институтов относительно низкое. Например, в 2014 г. по критерию Doing Business он занял 96-е место среди 189 стран²⁶, а по критерию Corruption Perception — 100-е место среди 174 стран²⁷. Два года спустя, в 2016 г., ситуация несколько улучшилась: по первому критерию страна заняла 84-е место²⁸, а по второму — 79-е²⁹.

Таким образом, определенные позитивные сдвиги налицо. Как отмечают специалисты Ernst & Young³⁰, «Обязательства китайского правительства заняться коррупцией уже привели к нескольким громким преследованиям, включая высокопоставленных должностных лиц, и нет никакого признака, что кампания теряет импульс. Наш обзор показал, что 74 % респондентов в Китае считают информсмент эффективным, а это свидетельствует о том, что эта кампания достигает желаемого доверия в деловых кругах».

И, кроме того, такие хозяйственные институты не составляют непреодолимого препятствия на пути социально-экономического развития страны. Экономическая и монетарная политики КНР в целом доказали свою конкурентоспособность в турбулентной внешней среде начала XXI в. В основе «экономического чуда» Китая лежит, как обычно считается, сочетание преимуществ административной системы, поддерживаемых авторитетом КПК, и дешевой рабочей силы.

Однако дальнейшее удешевление производства товаров за счет повышения нагрузки на рабочую силу уже, по-видимому, невозможно (в связи с большой продолжительностью рабочего дня, работой без выходных и т. п.), а требует развития экономики не на экстенсивной, а на интенсивной инновационной основе³¹. И потому Китай вынужден находить новые пути решения проблем.

²⁴ Вольпи В. (2012), с. 119.

²⁵ Там же.

²⁶ World Bank. (2013). Doing Business 2014: Understanding Regulations for Small and Medium-Size Enterprises. — Washington, D.C.: World Bank Group, 306 p.

²⁷ Transparency International. (2014). Corruption Perceptions Index 2014. — Berlin, Germany: International Secretariat, 2014.

²⁸ World Bank. (2016). Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency. — Washington, D.C.: World Bank, 338 pp.

²⁹ Transparency International. (2016). Corruption Perceptions Index 2016. [online] Available at: https://www.transparency.org/news/feature/corruption_perceptions_index_2016 [Accessed 20 May 2017].

³⁰ EYGM Limited. (2016). Corporate misconduct — individual consequences. Global enforcement focuses the spotlight on executive integrity. 14th Global Fraud Survey. — 47 pp.

³¹ Колташов В. (2014). Противоречия экономики Китая: падение как окончание «чуда» / В. Колташов, Б. Кагарлицкий, А. Очкина // Igso.ru. [online] Available at: http://www.igso.ru/articles.php?article_id=451 [Accessed 21 Mar. 2015].

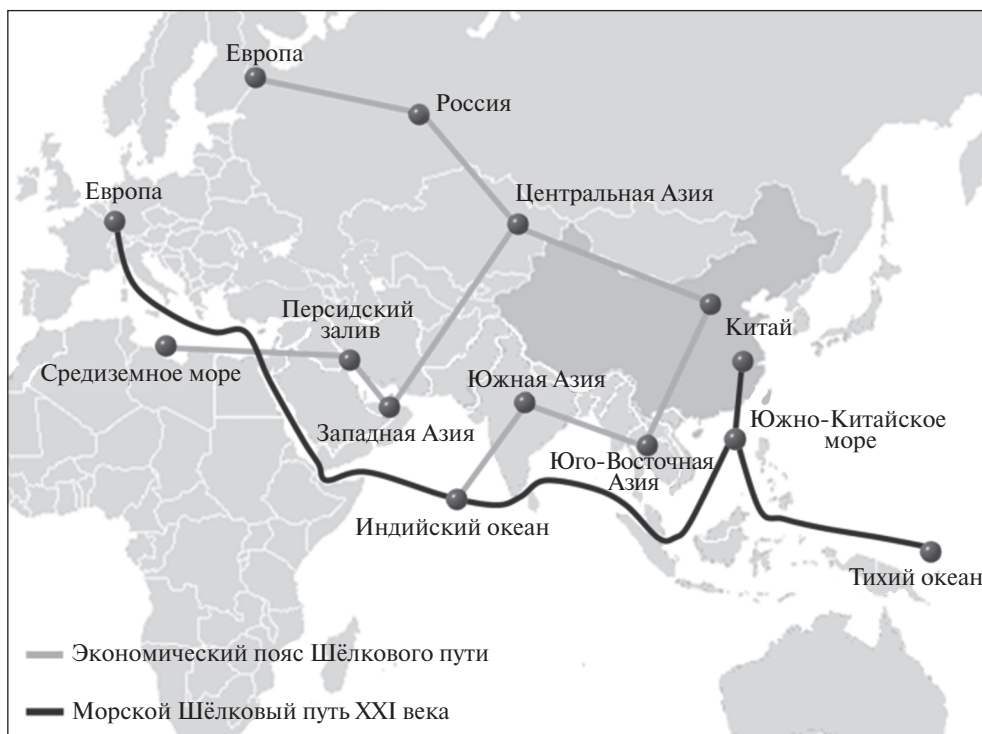


Рис. 4.3. Карта предполагаемых маршрутов проекта «Один пояс — один путь»

Источник: Legislative Council of the Hong Kong Special Administrative Region.

Это — развитие сферы высокотехнологичных услуг³², а также перенос трудоемких производств в развивающиеся страны с низкой заработной платой, где создаются миллионы новых рабочих мест. Например, компании Huajian Shoemaking Company, C & H Garments и China JD Group (производители одежды) уже работают в особых экономических зонах в Эфиопии, Руанде и Танзании³³.

Большое значение для глобальной конкурентоспособности экономики Китая может также иметь реализация гигантского проекта «Один пояс — один путь» (англ. «One Belt One Road» — OBOR), объединяющего инициативы «Экономического пояса Шелкового пути» и «Морского Шелкового пути XXI века» (рис. 4.3).

Это крупный проект, который, как ожидается, затронет более 65 стран с населением 4,4 млрд чел. и в течение 10 лет обойдется приблизительно в

³² Вести. Экономика. (2017). 7 графиков о новых экономических титанах Китая. [online] Available at: <http://www.vestifinance.ru/articles/85514> [Accessed 21 May 2017].

³³ Lin J. Y. (2017). Development Beyond Aid / Justin Yifu Lin, Yan Wang. [online] Project Syndicate. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-development-patient-capital-by-justin-yifu-lin-and-yan-wang-2-2017-05> [Accessed 21 May 2017].

≈\$1 трлн³⁴. OBOR, если его оценивать по ожидаемым затратам, по меньшей мере в 12 раз превосходит План Маршалла — американскую программу исторического значения, которая помогла восстановить Западную Европу из руин после Второй мировой войны³⁵. В случае успешной реализации OBOR, помимо непосредственных выгод для Китая, связанных с вовлечением в его орбиту многих стран Азии и Европы, возникнет ряд важных эффектов глобального масштаба³⁶.

Во-первых, создание новой инфраструктуры будет способствовать решению проблем развивающихся стран и повышению доходов миллионов людей.

Во-вторых, новые сети портов, дорог и электростанций активизируют участие этих стран в глобальных цепочках создания стоимости.

В-третьих, углубление экономического сотрудничества улучшит бизнес-среду и регуляторные подходы, а это, в свою очередь, будет способствовать росту международной торговли, инвестиций и финансового сотрудничества.

Важно отметить, что эта амбициозная пан-региональная инициатива поддерживается новыми финансовыми учреждениями, ориентированными на Китай, — Азиатским банком инфраструктурных инвестиций, Новым банком развития БРИКС, Фондом Шелкового пути.

Разумеется, риски реализации проекта также очень велики. Китайские инженерные и строительные компании имеют большой технический опыт, но теперь им придется работать в условиях незнакомых рынков и иметь дело со сложной и непредсказуемой бизнес-средой. Многие проекты OBOR должны будут реализовываться в странах с низкими кредитными рейтингами и могут оказаться нерентабельными³⁷.

Существует точка зрения, что Китай может не выдержать высоких темпов инвестирования, которые он демонстрировал многие годы для поддержания экономического роста. В этих условиях большая часть кредитов, предоставленных коммерческими банками, а также теневыми структурами, будут неизбежно «испорчены», а правительству, которое поддерживает свою легитимность за счет экономического прогресса, будет трудно сдержать разочарование граждан, которое наступит вследствие его замедления³⁸.

Однако иная, более взвешенная, точка зрения, находящая подтверждение в социально-экономической динамике последних лет, заключается в том, что

³⁴ Hofman B. (2015). China's One Belt One Road Initiative: What we know thus far. [online] Available at: <http://blogs.worldbank.org/eastasiapacific/china-one-belt-one-road-initiative-what-we-know-thus-far> [Accessed 22 May 2017].

³⁵ Cendrowski S. (2017). Inside China's Global Spending Spree. [online] Fortune. Available at: <http://fortune.com/china-belt-road-investment/> [Accessed 25 May 2017].

³⁶ Lagarde C. (2017). Belt and Road Initiative: Proven Policies and New Economic Links. [online] Available at: <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/05/14/sp051417-belt-and-road-initiative-proven-policies-and-new-economic-links> [Accessed 22 May 2017].

³⁷ Fitchratings.com. (2017). Press Release. Fitch: China's One Belt, One Road Initiative Brings Risks. [online] Available at: <https://www.fitchratings.com/site/pr/1018144> [Accessed 28 May 2017].

³⁸ The Economist. (2012). Pedalling Prosperity. — The Economist Special Report: China's Economy, May 26, p. 14.

«Китай действительно сталкивается с серьезными проблемами, но нет таких, с которыми он не в состоянии справиться. Неочевидно, что имело место чрезмерное инвестирование, но средства действительно часто вкладывались неблагоразумно. Это приводило к реальным потерям китайских застройщиков, вкладчиков и налогоплательщиков. Тем не менее, финансовая система Китая оснащена лучше, чем многие другие, для того, чтобы благополучно перенести такие потери. Она, возможно, неэффективна в распределении капитала, но достаточно стабильна. На самом деле, она эластична по некоторым из тех же причин, по которым она неэффективна»³⁹.

Главное кредитное учреждение КНР — Народный банк Китая — был основан 1 декабря 1948 г.⁴⁰. До начала экономических реформ Дэн Сяопина он был единственным банком в стране и соединял функции центрального и коммерческого банков. В 1984 г. НБК реорганизован, его коммерческие функции переданы вновь созданным государственным коммерческим банкам, а за ним остались только функции центрального банка. Согласно Закону КНР о Народном банке (1995 г.), он должен формировать и проводить в жизнь монетарную политику, а также под руководством Госсовета КНР осуществлять надзор и контроль над финансовой отраслью.

Установленными целями деятельности НБК являются обеспечение стабильности национальной валюты и содействие тем самым экономическому росту страны⁴¹. Для их достижения НБК активно использует практику валютных интервенций, удерживая за счет этого курс юаня (англ. Chinese Yuan — CNY, или renminbi («народные деньги») — RMB) в рамках определенного коридора⁴². Экономика Китая является эмерджентной (транзитивной) с характерными проблемами роста, и по сравнению с другими главными странами мира НБК уделяет больше внимания проблеме «перегрева» экономики, в силу чего оценивает контроль за инфляцией как задачу высшего приоритета⁴³.

Поскольку, согласно Конституции, КНР является социалистическим государством, постольку государственные банки традиционно доминируют в его финансовой системе. Растущие в последние годы рынки облигаций и акций все еще имеют ограниченное инвестиционное значение: в листинги входит относительно немного предприятий, а большая часть акций принадлежит государственным предприятиям и не принимает участия в торгах.

Китай начал реформы банковского сектора еще в 1980-х годах. В первой половине 1990-х годов государственные банки были коммерциализированы и

³⁹ The Economist. (2012), p. 14.

⁴⁰ Pbc.gov.cn. (2014). About the People's Bank of China. [online] Available at: <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/952/index.html> [Accessed 20 Mar. 2015].

⁴¹ Law.uglc.ru. (2015). Закон Китая (КНР) о Народном банке | LawUGLC. [online] Available at: <http://law.uglc.ru/bank.htm> [Accessed 22 Mar. 2015].

⁴² Sun R. (2013). Does Monetary Policy Matter in China? A Narrative Approach / R. Sun. — Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper № 45023, p. 5.

⁴³ Zhou X. (2014). China's Monetary Policy Since the Turn of the Century. [online] Available at: <http://english.caixin.com/2012-11-30/100467497.html> [Accessed 20 Mar. 2015].

реорганизованы на рыночных принципах. В 1996 г. основаны первые акционерные коммерческие банки. В начале 2000-х годов китайские рынки стали постепенно открываться для банков, принадлежащих иностранным владельцам и совместным китайско-иностранному финансовым учреждениям. Процентные ставки стали значительно более гибкими с ограничением в виде «потолка» процентных ставок по депозитам. Меры в сфере либерализации банковского сектора включали расширение плавающего диапазона депозитных и кредитных ставок (в середине 2012 г.), а также отмену ограничений для минимальной ставки процента по кредитам (в июле 2013 г.)⁴⁴. Дальнейшими важными шагами НБК в рыночном направлении были снятие верхнего предела ставок по депозитам и либерализация механизма формирования курса юаня⁴⁵. Кроме того, были продолжены меры по развитию трансграничного и международного использования юаня.

Модернизации была подвергнута и инфраструктура финансовых рынков: в 1990—1991 гг. были созданы фондовые биржи (в городах Шанхай и Шэньчжэнь), а с конца 1980-х годов развитие получили рынки межбанковских кредитов и облигаций. Сейчас Китай как вторая по величине экономика мира занимает второе место и по рыночной капитализации листинговых компаний (\$7,3 трлн по данным за 2016 г.⁴⁶), и за последние 10 лет (2007—2016 гг.) этот показатель вырос почти в 2 раза.

Признанием успехов Китая, достигнутых в реформах его денежно-кредитной, валютной и финансовой систем, в либерализации, интеграции и совершенствовании инфраструктуры финансовых рынков, стало включение юаня с 01.10.2016 г. в корзину резервных валют МВФ. При этом доля юаня в корзине специальных прав заимствования (СДР) составляет 10,92 % (это третья позиция), доллар находится на уровне приблизительно 40 %, а доля евро снизилась (в рамках пересмотра 2010 г.) с 37,4 до 30,93 %⁴⁷. Юань считается надежной валютой для международных платежей, для поддержания которой в этой роли важны растущее использование трансграничной межбанковской платежной системы Китая (англ. Cross-border Interbank Payment System) и расширение использования юаня через недавно открытые клиринговые центры в Нью-Йорке, Дубае и Москве⁴⁸.

⁴⁴ Liao W. (2014). China's Monetary Policy and Interest Rate Liberalization: Lessons from International Experiences / W. Liao and S. J.-A. Tapsoba. — International Monetary Fund, IMF Working Paper, Asia and Pacific Department, WP/14/75, p. 6.

⁴⁵ The People's Bank of China. (2015). Annual Report 2015, p. 3.

⁴⁶ Data.worldbank.org. (2017). Market capitalization of listed domestic companies (current US\$) | Data. [online] Available at: http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?year_high_desc=true [Accessed 24 May 2017].

⁴⁷ International Monetary Fund. (2016). IMF Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts. [online] Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/30/AM16-PR16440-IMF-Launches-New-SDR-Basket-Including-Chinese-Renminbi> [Accessed 29 Jan. 2017].

⁴⁸ SWIFT. (2017). State of FX and payments in London in uncertain times. — RMB Tracker, special edition, April, 19 pp.

Кроме традиционных банковских кредитов, занимающих большой удельный вес в структуре источников финансирования, быстро возрастает значение корпоративных облигаций, трастовых займов, кредитования под поручительство и др. Это, с одной стороны, делает институт финансового посредничества более рыночным, но, с другой стороны, в связи с ростом относительного значения менее отрегулированных сфер деятельности, создает дополнительные угрозы для финансовой стабильности.

Научно-технические инновации уже сделали банковские услуги и банкоматы широко доступными для населения КНР. Распространение дебетовых и кредитных карточек и онлайн-банкинга постепенно меняет исторические предпочтения китайцев в части хранения наличности⁴⁹.

Важную роль в монетарном обеспечении экономических процессов Китая играет «теневой» банковский сектор (англ. shadow banking). Как отмечал бывший председатель ФРС США Б. Бернанке (B. Bernanke), «...теневой банкинг, по обычному определению, включает широкий набор учреждений и рынков, которые совместно выполняют традиционные банковские функции, но делают это вне традиционной системы регулируемых депозитных институтов или способами, слабо связанными с ней. Примеры важных составляющих теневой банковской системы — секьюритизационные структуры, каналы поставки ценных бумаг, обеспеченных активами (АВСР), взаимные фонды денежного рынка, рынки соглашений об обратной покупке (РЕПО), инвестиционные банки и ипотечные компании»⁵⁰.

В 2010 г. объем «теневого» банковского сектора в КНР составлял СNY 17 трлн, в 2012 г. — уже СNY 29 трлн⁵¹, а в конце 2014 г. Китай стал третьим в мире по масштабам «теневого» банковского сектора. В КНР на долю небанковских финансовых посредников приходилось \$2,7 трлн и по этому показателю ее опережали только Великобритания (\$4,7 трлн) и США (\$14 трлн)⁵².

В 2016 г. продолжающееся расширение «теневых» банковских продуктов, наряду с быстрым ростом объемов кредитования, обусловило возрастание интегральных рисков для финансовой стабильности. Быстрорастущая финансовая система КНР становится все более сложной и взаимосвязанной с растущим финансовым левэриджем, а множество инновационных продуктов делают ее еще сложнее. При этом, по оценкам МВФ, корпоративная задолженность в стране по-прежнему остается высокой, а дополнительные риски, связанные с кредитованием вне системы регулируемых институтов, обостряет эту проблему⁵³.

⁴⁹ Liao W. (2014), p. 7.

⁵⁰ Bernanke B. (2012). FRB: Speech — Bernanke, Some Reflections on the Crisis and the Policy Response. [online] Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁵¹ Vestifinance.ru. (2013). Теневой банковский сектор Китая достиг \$4,7 трлн [online] Available at: <http://www.vestifinance.ru/articles/27327> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁵² Inform.kz. (2014). Китай стал третьим в мире по масштабам теневого банковского сектора. [online] Available at: <http://inform.kz/rus/article/2712645> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁵³ International Monetary Fund. (2016). Global Financial Stability Report — Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era (Washington, October 2016), 113 pp.

Не способствует уменьшению «теневого» банкинга недостаточная прозрачность политики монетарных властей. Специалисты влиятельного еженедельного англоязычного журнала «The Economist» отмечают: «В Китае центральный банк приобрел привычку молчания. Официальные заявления о политике редки и если они предлагаются, то проходят в непредсказуемые часы, часто на выходные. Внезапные изменения стоимости юаня всегда имеют отпечатки пальцев центрального банка, но нечасто им объясняются. Девизом Народного банка Китая (РВоС) должен быть: “Если вы понимаете, что мы сделали, то, пожалуй, мы сделали это неправильно”»⁵⁴.

Как одному из центральных банков, политика которых имеет глобальные последствия, Народному банку Китая, по-видимому, следует больше внимания уделять адаптации лучших практик своих коллег. Это означает, что изменения монетарного курса должны происходить более транспарентно, с более полным использованием возможностей коммуникационного потенциала. Влиятельные западные центробанки (в первую очередь, ФРС США) уже превратили практику систематического информирования о будущей динамике ключевой процентной ставки в действенный инструмент своей монетарной политики. РВоС, по-видимому, также нужно продвигаться в этом направлении.

Монетарное стимулирование экономики Китая

После вступления КНР в ВТО и снятия ограничений на операции иностранных банков на китайском рынке НБК концентрирует свои усилия на решении комплекса взаимосвязанных задач: постепенного укрепления национальной валюты; сдерживания инфляции и стерилизации эмиссии, связанной с увеличением валютных резервов; обеспечения сбалансированной динамики банковских кредитов предприятиям; стимулирования потребления путем развития потребительского и жилищного кредитования; повышения финансовой устойчивости и конкурентоспособности банковской системы, ее адаптации к условиям дерегулирования рынков⁵⁵.

В рамках реализации современной денежно-кредитной политики в течение прошлого десятилетия в Китае наблюдались быстрый рост денежной массы и умеренные темпы инфляции с тенденцией к дефляции в последние годы (рис. 4.4).

Структура платежного баланса КНР характеризуется положительным сальдо по счетам текущих операций. В результате прихода мощных денежных

⁵⁴ The Economist. (2014). The People’s Bank of China. China’s central bank should cut interest rates and explain clearly why it is doing so. [online] Available at: <http://www.economist.com/node/21633818> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁵⁵ Солнцев О. (2008). Особенности денежно-кредитной политики КНР / О.Г. Солнцев // Проблемы прогнозирования, № 5, с. 121–122.

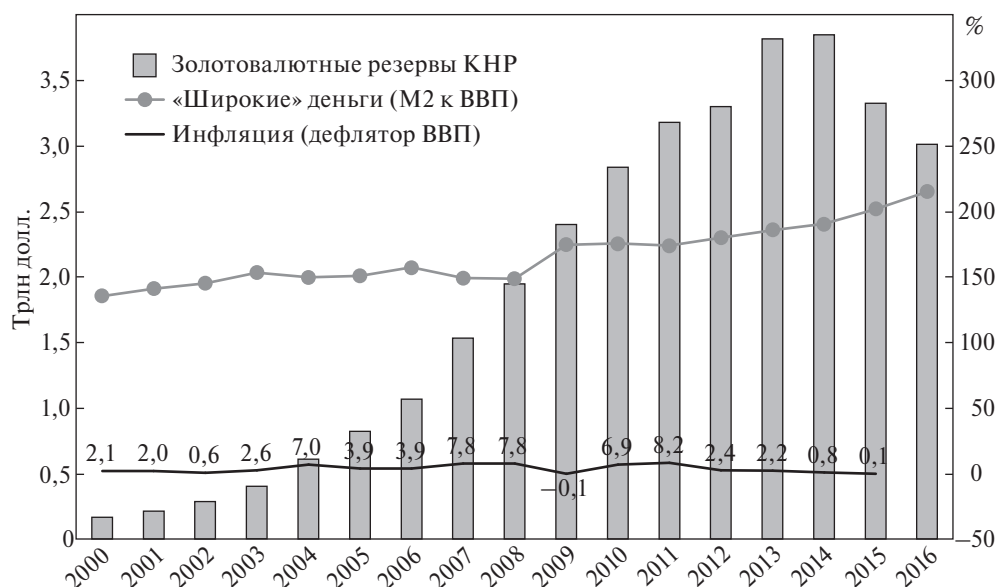


Рис. 4.4. Динамика «широких» денег (M2), инфляции (дефлятора ВВП) и золотовалютных резервов КНР

Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators; the People's Bank of China.

потоков в стране сформировались предпосылки для повышения обменного курса юаня, оказывающего инфляционное давление на цены. Чтобы держать эти процессы в управляемом русле, НБК использовал традиционные инструменты денежно-кредитной политики — продажи векселей центробанка, операции РЕПО, изменения норм резервирования.

Для стимулирования экономического роста, который несколько замедлился в последние годы (в 2015—2016 гг. меньше 7%), и реализации масштабных инвестиционных программ, НБК продолжал наращивать объемы кредитования и снижать процентные ставки⁵⁶.

Важный элемент монетарной политики Китая — это номинальный валютный курс, который был привязан к доллару США с середины 1990-х годов и до середины 2005 г. В июле 2005 г. юань переоценили по отношению к доллару приблизительно на 2%, после чего его привязали к нераскрытой корзине валют. Однако на практике юань оставался тесно зависимым от доллара — в любой торговый день НБК позволял билатеральному валютному курсу изменяться в диапазоне 0,3% по отношению к цене на момент закрытия предыдущего дня. Во время мирового финансово-экономического кризиса юань вновь привязали к доллару, а затем, с июня 2010 г., ему было разрешено повышаться

⁵⁶ Vestifinance.ru. (2014). Народный банк Китая смягчит монетарную политику. [online] Available at: <http://www.vestifinance.ru/articles/43544> [Accessed 21 Mar. 2015].

по отношению к доллару. В апреле 2012 г. плавающий диапазон был расширен до 1 % в день⁵⁷, а в марте 2014 г. — до 2 %⁵⁸.

Режим поддержания валютного курса ограничивает возможности НБК по использованию основного конвенционального инструмента монетарной политики — процентной ставки, поскольку он не учитывает динамику внутреннего спроса на деньги, провоцируя возникновение противоречий в развитии внутренней и внешней сфер экономики.

В течение ряда лет на юань оказывалось сильное давление в сторону повышения его курса. Чтобы этого не допустить, НБК был вынужден прибегать к масштабным интервенциям юаня. Это привело к резкому увеличению золотовалютных резервов со \$156 млрд в 2000 г. до \$3,2 трлн во II кв. 2012 г.⁵⁹ и почти до \$4,0 трлн во II кв. 2014 г.⁶⁰. Однако в последующие годы геэкономическая ситуация изменилась, и золотовалютные резервы Китая стали сокращаться в связи с валютными интервенциями НБК, направленными на поддержание юаня (см. рис. 4.4). В целях стимулирования падающего экспорта в августе 2015 г. китайский центробанк неожиданно девальвировал юань почти на 2 %, что стало самой большой девальвацией за прошедшие 20 лет⁶¹. Это спровоцировало спад на китайских и мировых биржах и спекулятивное давление на CNY. Чтобы его уменьшить, НБК пришлось продавать доллары и покупать юань. В январе 2017 г. золотовалютные резервы Китая, впервые за последние шесть лет сократились до менее чем \$3 трлн⁶².

Еще одно ограничение монетарной политики Китая заключается в том, что до недавнего времени ставки по банковским депозитам и кредитам прямо контролировались правительством. Но, как уже отмечалось, с 2003 г. процентные ставки по кредитам были либерализованы, при этом для депозитных ставок «потолок» определялся установленной правительством базовой ставкой по депозитам. В конце 2015 г., в целях исправления рыночных искажений и дальнейшего ускорения структурных реформ, было принято решение об устранении «потолка» и для ставок по депозитам. В свою очередь, либерализация процентных ставок стимулировала изменения в валютной политике

⁵⁷ *Prasad E.* (2014). Monetary policy in China / E. Prasad, B. Zhang // *The Oxford Companion to the Economics of China*. Ed. by Shenggen Fan, Ravi Kanbur, Shang-Jin Wei and Xiabo Zhang. — Oxford, UK: Oxford University Press, p. 195.

⁵⁸ *Wei L.* (2014). China Allows Wider Currency Fluctuation. [online] WSJ. Available at: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303546204579440813396189476> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁵⁹ *Prasad E.* (2014), p. 195.

⁶⁰ *Gayou D.* (2014). China Foreign Exchange Reserves: \$4 Trillion and Counting. [online] Available at: <http://dailysignal.com/2014/06/20/china-foreign-exchange-reserves-4-trillion-counting/> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁶¹ *Farrer M.* (2015). China devalues yuan by 2 % to boost flagging economy. [online] the Guardian. Available at: <https://www.theguardian.com/business/2015/aug/11/china-devalues-yuan-by-2-to-boost-flagging-economy> [Accessed 25 May 2017].

⁶² *Yao K.* (2017). China Jan FX reserves fall below \$3 trillion for first time in nearly 6 years. [online] Reuters. Available at: <http://www.reuters.com/article/us-china-economy-forex-reserves-idUSKBN15M0PH> [Accessed 25 May 2017].

и более активное использование операций на открытом рынке для регулирования курса юаня.

На практике процентные ставки по депозитам и кредитам в КНР обычно находятся вокруг базовой ставки, что влечет за собой искажения рыночных стимулов и неконкурентное поведение субъектов хозяйствования. Между тем отсутствие развитых альтернативных низкорисковых инструментов (таких, например, как корпоративные облигации первоклассных заемщиков) делает домохозяйства зависимыми от банков с их низкими процентами, обуславливая тем самым потери их благосостояния. Кроме того, поскольку крупные государственные банки опираются на широкую базу дешевых депозитов, то это делает их менее чувствительными к конвенциональному монетарному регулированию посредством процентных ставок⁶³.

Учитывая относительную слабость процентного трансмиссионного механизма, НБК вынужден регулировать кредитную экспансию административными методами, в частности — посредством определения приоритетных отраслей экономики, для которых он поощряет коммерческие банки выдавать кредиты в большем объеме.

Еще одним уже упомянутым регуляторным инструментом центробанка является определение обязательных резервов по депозитам. В течение последнего десятилетия он активно использовался для стерилизации интервенций юаня на валютном рынке. НБК практикует также покупки государственных облигаций и краткосрочных векселей (англ. Short-maturity bills), а в 2013 г. ввел в практику монетарного регулирования краткосрочные операции с ликвидностью (англ. Short-term Liquidity Operations) и постоянные кредитные линии (англ. Standing Lending Facility)⁶⁴.

В течение 2012—2013 гг. монетарные власти Китая осуществляли меры по ограничению роста денежной массы и объемов кредитования путем повышения процентных ставок и нормативов обязательных банковских резервов, в первую очередь пытаясь ограничить приток кредитных ресурсов на спекулятивный рынок недвижимости⁶⁵. В результате, как отметил глава управления статистики центробанка Китая⁶⁶, целевые показатели кредитной политики на 2013 г. были достигнуты. Общий объем новых кредитов в юанях был на уровне 8,89 трлн, а общий объем финансирования социальных программ — 17,29 трлн юаней. «Широкая» денежная масса — агрегат M2 — до конца декабря 2013 г. вырос на 13,6 %. Эти переменные были выдержаны в пределах установленных целевых значений. На 2013 г. они составляли: для общего объема новых кредитов — менее 9 трлн юаней (или \$1,49 трлн), для общего объема финанси-

⁶³ Prasad E. (2014), p. 196.

⁶⁴ Там же, с. 197.

⁶⁵ Маккиннон Н. (2013). Нил Маккиннон: Монетарная политика Китая. [online] Fixygen. Available at: <https://www.fixygen.ua/news/20130425/nil-makkinnon.html> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁶⁶ Wforex.ru. (2015). Китай: Денежно-кредитная политика НБК | WorldForex. [online] Available at: <http://wforex.ru/news/2014-01/kitai-denezhno-kreditnaya-politika-nb> [Accessed 21 Mar. 2015].

вания социальных программ — менее 17,3 трлн юаней, и для роста агрегата M2 — не более 14 %.

В 2014 г., после замедления экономического роста в I кв. до 7,4 % в годовом исчислении (по сравнению с 7,7 % в 2013 г.), правительство Китая активизировало меры по стимулированию экономики. Ожидалось, что в 2014 г. рост ВВП Китая будет ниже 7,5 %, но правительство было намерено сохранить намеченную динамику хозяйственных процессов, соблюдая аккуратную монетарную политику и умеренное повышение ликвидности. Так, летом 2014 г. НБК объявил о смягчении монетарной политики и снижении стоимости фондирования для китайских компаний⁶⁷, а ближе к концу этого года — о снижении базовой процентной ставки по кредитам и депозитам. В рамках политики стимулирования экономического роста были также уменьшены размеры депозитов, которые банки обязаны держать в резервах. Центральный банк пообещал поддержать аграрный сектор и малый бизнес, увеличить финансирование реконструкции трущоб и строительства доступного жилья. В частности, регулятор активизировал перекредитование операций по поддержке малого бизнеса, расширив соответствующий план до 50 млрд юаней (или \$8,1 млрд), и предоставил коммерческим банкам больше свободы в определении ставок по вкладам. Как считают китайские специалисты⁶⁸, такой комплекс мер в целом отвечал тенденциям развития денежного рынка.

Основными вехами дальнейшего прогресса, которые специально выделил глава центробанка Китая Чжоу Сюочуань в отчете НБК за 2015 г., помимо снятия верхнего предела для ставок по депозитам и либерализации механизма формирования курса юаня (о которых уже упоминалось), стали введение системы страхования вкладов, продолжение курса на реформирование банковских учреждений (вливание капиталов в Китайский банк развития и Экспортно-импортный банк Китая и др.) и продвижение в сфере финансовых реформ в регионах (в частности, развитие Шанхайской зоны свободной торговли)⁶⁹.

В следующем, 2016 г. монетарная политика НБК оставалась осмотрительной и гибкой, направленной на предотвращение систематических финансовых рисков и на дальнейшее решение накопившихся проблем в реальном секторе китайской экономики — таких как, содействие ликвидации избыточных производственных мощностей (главным образом, в сталелитейной и угольной промышленности), сокращение складских запасов, стимулирование развития сельских районов, ликвидация бедности и др. В начале 2017 г. правительство Китая заявило о своих намерениях продолжить осторожные и взвешенные

⁶⁷ Vestifinance.ru. (2014). Народный банк Китая смягчит монетарную политику. [online] Available at: <http://www.vestifinance.ru/articles/43544> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁶⁸ Russian.people.com.cn. (2014). Снижение ключевых процентных ставок в Китае придаст импульс макроэкономическому урегулированию — эксперты. [online] Available at: <http://russian.people.com.cn/n/2014/1125/c31518-8813463.html> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁶⁹ The People's Bank of China. (2015). Annual Report 2015, p. 3.

действия в монетарной сфере, но уже в сочетании с более активной финансовой политикой⁷⁰.

Всемирный банк в докладе «Китай 2030» подверг справедливой критике активное вмешательство государства в работу банковского сектора КНР, отметив: «Китаю необходимо создать более либеральную, сбалансированную, эффективную, безопасную и здоровую финансовую систему, которая будет отвечать требованиям корпоративного сектора, домохозяйств и государственного сектора. Будущая финансовая система Китая должна быть свободна от сдерживания и установить баланс между банковскими и небанковскими финансовыми учреждениями и рынками, особенно рынком капитала, с более диверсифицированными институтами и продуктами, отражающими меняющийся характер экономики Китая»⁷¹.

Однако, во-первых, многие вопросы уже удалось снять, что нашло отражение в решении МВФ о включении с октября 2016 г. юаня в корзину резервных валют. И во-вторых, стабильность и эффективность банковской системы Китая определяются не только мерами по ее реформированию. Прежде всего, она существенно зависит от платежеспособности государства в целом, которая, в свою очередь, определяется стабильно высокой эффективностью производственного блока китайской экономики. Если же накопленные в этой сфере проблемы по какой-либо причине дойдут до критического уровня, то риски возникновения политических проблем и социальных волнений, которые могут дестабилизировать ситуацию в государстве⁷², станут более реальными.

4.2. ДЕЙСТВЕННОСТЬ МОНЕТАРНОГО МЕХАНИЗМА ЭКОНОМИКИ КИТАЯ

Динамика процентных ставок

В отличие от периода до экономических реформ в Китае и самого их начала, когда процентная политика НБК была предметом многих типичных для социалистических стран ограничений, в настоящее время механизм регулирования процентных ставок более либерален и зависит как от базовой ставки центробанка (наименьшей ставки по кредитам, предоставляемым коммерческими банками надежным и крупным компаниям), так и от

⁷⁰ Russian.news.cn. (2017). Центробанк Китая готов сохранить осмотрительную монетарную политику. [online] Available at: http://russian.news.cn/2016-05/07/c_135341132.htm [Accessed 25 May 2017].

⁷¹ World Bank and the Development Research Center of the State Council, P. R. China. (2013). *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society*. — Washington, D.C.: World Bank, p. 117.

⁷² Колташов В. (2014). Противоречия экономики Китая: падение как окончание «чуда» / В. Колташов, Б. Кагарлицкий, А. Очкина // Igso.ru. [online] Available at: http://www.igso.ru/articles.php?article_id=451 [Accessed 21 Mar. 2015].



Рис. 4.5. Динамика базовой процентной ставки и процентной ставки по депозитам в Китае
 Источник: Tradingeconomics.com.

ставок, определяемых на рынке под влиянием факторов спроса и предложения в зависимости от обстоятельств места и времени.

Динамика базовой процентной ставки НБК в целом относительно стабильна (рис. 4.5). В среднем за 1996—2014 г. она составила 6,4 %⁷³. Это существенно меньше, чем у других центробанков БРИКС, но гораздо выше, чем у развитых стран, которые с переменным успехом пытаются с помощью дешевых денег «разогреть» свои экономики (рис. 4.6).

Национальный банк Китая уже много лет проводит политику постепенного снятия административных ограничений в сфере процентных ставок: с середины 2012 г. на рынках денег и облигаций, в сферах управления частным капиталом, депозитов и кредитов в иностранной валюте. Постепенно были дифференцированы ставки по межбанковским кредитам. С июня 2012 г. «потолок» ставки по депозитам был определен в размере 110 % от эталонной, а нижней границы по кредитам — в размере 70 % соответственно. В июле 2013 г. ограничения по минимальной ставке процента по кредитам были отменены.

По депозитам нижний предел процентной ставки отменен в 2004 г., а верхняя ее граница действовала еще много лет и упразднена лишь в конце 2015 г. С тех пор процентная ставка по депозитам в Китае остается неизменной на рекордно низком уровне — 1,5 %, что позитивно влияет на цены ресурсов, трансформируемые в цены кредита, которые, в свою очередь, отражаются в ценах на товары и услуги для предприятий и населения.

В среднем на протяжении 1980—2016 г. она достигла 5,07 % (для сравнения: в России за период с 1995 до 2015 г. средняя процентная ставка по депози-

⁷³ Bloomberg. (2014). China's PBoC Cuts Interest Rates for First Time Since 2012. [online] Available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-11-21/china-central-bank-cuts-interest-rates-for-first-time-since-2012> [Accessed 21 Mar. 2015].

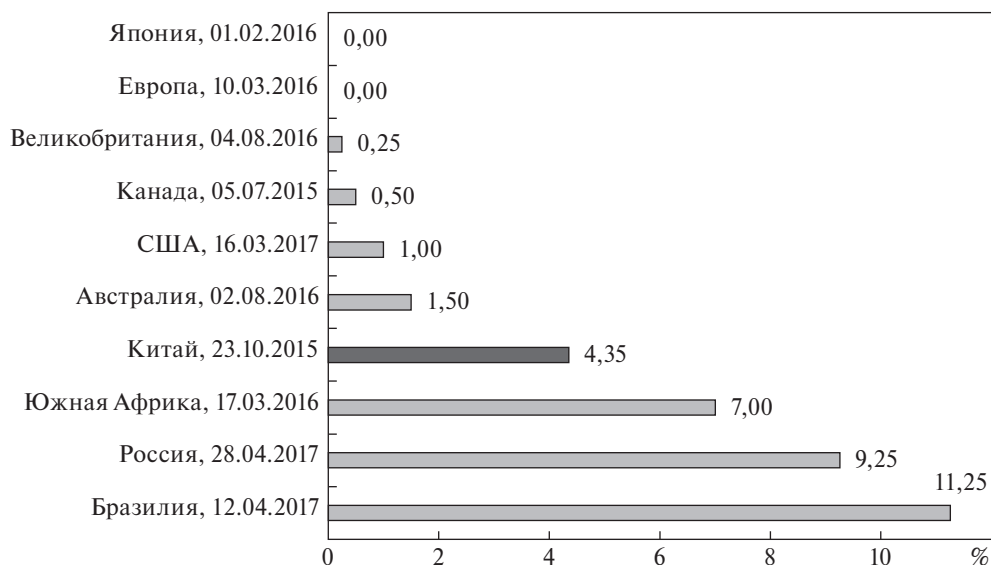


Рис. 4.6. Базовые процентные ставки в некоторых странах мира
Составлено по данным: Global-rates.com.

там составила 13,97 %⁷⁴). При этом, как следует из рис. 4.4, динамика процентной ставки по депозитам соответствует динамике базовой ставки со спрэдом в ≈ 3 п. п.

Значительный прогресс был также достигнут в настройке рыночного механизма определения процентных ставок. В начале 2007 г. в КНР были введены Шанхайские межбанковские ставки предложения (англ. Shanghai Interbank Offered Rate — Shibor). Такие ставки рассчитываются, анонсируются и объявляются на технологической платформе Национального межбанковского центра финансирования в Шанхае. Это простые оптовые процентные ставки, которые рассчитываются как среднее арифметическое всех ставок межбанковских кредитов (в юанях), предлагаемых установленной группой банков с высоким кредитным рейтингом. В настоящее время Shibor включает ставки, распределенные по 8 срокам погашения: овернайт, однонедельная, двухнедельная, одномесячная, трехмесячная, шестимесячная, девятимесячная и годовая⁷⁵.

Как уже отмечалось, в 2014 г. в Китае наблюдалось некоторое замедление темпов экономического роста, которое сопровождалось снижением цен, падением внутреннего и внешнего спроса, и сокращением финансовых потребностей предприятий. В начале года правительство Китая планировало, что

⁷⁴ Tradingeconomics.com. (2017). Deposit Interest Rate in Russia | 1995-2017 | Data | Chart | Calendar. [online] Available at: <https://tradingeconomics.com/russia/deposit-interest-rate> [Accessed 27 May 2017].

⁷⁵ Shibor.org. (2015). Shanghai Interbank Offered Rate. About Shibor. [online] Available at: http://www.shibor.org/shibor/web/html/index_e.html [Accessed 21 Mar. 2015].

рост экономики страны составит 7,5 %. Фактически в III кв. 2014 г. ВВП Китая вырос на 7,3 %, что на 0,1 п. п. меньше, чем во II кв., и на 0,2 % п. п. меньше, чем в I кв. этого года. Госсовет КНР призвал к снижению стоимости финансирования, и до последнего времени центробанк страны уменьшал стоимость финансирования, прежде всего, за счет инъекций ликвидности и целевой поддержки отдельных банков. А в ноябре 2014 г. НБК снизил базовые процентные ставки: по годовым кредитам — на 0,4 п. п. — до 5,6 %, а по годовым депозитам — на 0,25 п. п. — до 2,75 %. Предыдущее изменение процентных ставок произошло в Китае в июле 2012 г., когда центробанк уменьшил ставку кредитования на 0,25 п. п. — до 6 % и ставку по депозитам также на 0,25 п. п. — до 3 %⁷⁶. Кроме того, регулятор предоставил коммерческим банкам больше свободы в определении ставок по вкладам, позволив устанавливать их на уровне в 1,2 раза выше своей базовой ставки (ранее — в 1,1 раза)⁷⁷.

В 2015—2016 гг. наблюдалось дальнейшее снижение ставок по депозитам и кредитам, обусловленное падением базовой процентной ставки до рекордно низкого уровня 4,35 %. Например, в декабре 2016 г. средневзвешенная процентная ставка по кредитам, предлагаемым нефинансовым компаниям, составила 5,27 %, что соответствовало уровню декабря 2015 г.⁷⁸.

В этой связи следует отметить, что в силу специфической институциональной структуры экономики положительный эффект от снижения базовой ставки получают в основном крупные государственные компании, занимающие деньги у коммерческих банков, а для небольших компаний, многие из которых привлекают денежные средства посредством «теневого» банкинга, стоимость кредитов существенно не меняется.

И в целом снижение базовых ставок оказывает ограниченное влияние на рост ВВП, поскольку центробанк Китая лимитирует предложение кредитов, а уменьшение стоимости заимствований не позволяет существенно повысить предложение на рынке кредитования⁷⁹. Хотя, как считают китайские специалисты⁸⁰, такие действия регулятора в конечном счете не только способствуют реализации новой рыночной монетарной политики, но и оставляют пространство для дальнейшего всеобъемлющего углубления реформ.

При этом, как ожидается, процентная политика страны и в дальнейшем будет сохранять свою целеустремленность, гибкость и стабильность, посылая

⁷⁶ ТАСС. (2014). Центробанк Китая понизил процентные ставки впервые с 2012 года. [online] Available at: <http://tass.ru/ekonomika/1589360> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁷⁷ Russian.people.com.cn. (2014). Снижение ключевых процентных ставок в Китае придаст импульс макроэкономическому урегулированию — эксперты. [online] Available at: <http://russian.people.com.cn/n/2014/1125/c31518-8813463.html> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁷⁸ Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2017). China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2016, p. 13.

⁷⁹ ТАСС. (2014). Центробанк Китая понизил процентные ставки впервые с 2012 года. [online] Available at: <http://tass.ru/ekonomika/1589360> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁸⁰ Russian.people.com.cn. (2014). Снижение ключевых процентных ставок в Китае придаст импульс макроэкономическому урегулированию — эксперты. [online] Available at: <http://russian.people.com.cn/n/2014/1125/c31518-8813463.html> [Accessed 21 Mar. 2015].



Рис. 4.7. Внутренние кредиты частному сектору в Китае

Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

экономике сигналы о том, что китайские финансовые структуры призваны улучшить обслуживание реального сектора экономики, последовательно переходя от модели, при которой центробанк принимает решения о размерах кредитов и стоимости денег, к модели, при которой инвесторы сами определяют денежные потоки и управляют затратами по займам.

Кредитование

Наращивание кредитования субъектов хозяйствования и домохозяйств является одним из важных факторов ускоренного экономического развития Китая. В последние годы коэффициент отношения банковских кредитов к ВВП постепенно увеличивался и теперь составляет весомую величину — приблизительно 150 % (рис. 4.7). Более высокие коэффициенты у Кипра, Гонконга и Швейцарии (по данным Всемирного банка за 2015 г.).

Наиболее активное повышение этого показателя наблюдалось в период мирового финансово-экономического кризиса (2009 г.), когда темпы роста кредитования в КНР превышали темпы роста ее ВВП. Такая картина с динамикой кредитования в стране была связана в том числе с расширением объемов рефинансирования кредитов, по которым подходит срок погашения, заимствований для обслуживания долга, необходимость в которых возникает вследствие слабых денежных потоков субъектов хозяйствования, а также с увеличением проблемных инвестиций в недвижимость и в сырьевые активы⁸¹.

⁸¹ Маккиннон Н. (2013). Нил Маккиннон: Монетарная политика Китая. [online] Fixygen. Available at: <https://www.fixygen.ua/news/20130425/nil-makinnon.html> [Accessed 21 Mar. 2015].

Согласно данным Китайской комиссии по банковскому регулированию, к концу сентября 2014 г. объем просроченных кредитов увеличился по сравнению со II кв. 2014 г. на 72,5 млрд юаней (или \$11,8 млрд) — до 766,9 млрд юаней. Всего на долю «плохих» кредитов приходилось около 1,2 % всех займов, выданных в КНР⁸². По данным Всемирного банка, в 2015—2016 гг. этот показатель составил около 1,8 % (это немногим больше, чем в США, но существенно меньше, чем в зоне евро, а тем более — в России).

В конце 2014 г. НБК ввел дальнейшие монетарные послабления и позволил коммерческим банкам выдавать больше кредитов для поддержания экономического роста. После этого целевой ориентир на весь 2014 г. составил 10 трлн юаней (или \$1,62 трлн). Раньше ограничение было установлено на уровне 9,5 трлн юаней. С января по октябрь 2014 г. китайские банки выдали в кредит 8,23 трлн юаней, и поэтому им нужно было ускорить темпы кредитования в ноябре и декабре, чтобы достичь целевого ориентира⁸³. Кроме того, НБК позволил банкам выдавать в кредит свыше 75 % объема их депозитов, сделав более гибким правило контроля за кредитной деятельностью. Тем не менее, китайские специалисты считают: «Главное заключается не в дальнейшем расширении кредитов, принимая во внимание слабый спрос на кредиты, а в уменьшении расходов на финансирование. ...Снижение базовой процентной ставки является более актуальным»⁸⁴. Поэтому дальнейшая политика регулятора была направлена, как уже было отмечено, именно на снижение стоимости фондирования.

В 2015 г. центробанк продолжил активно адаптировать свою политику к условиям «новой нормальности» в экономическом развитии путем улучшения координации кредитной и промышленной политик, совершенствования способов их реализации, диверсификации операций и повышения эффективности кредитования. Финансовым учреждениям было предложено активизировать поддержку ключевых и слабых секторов экономики в целях повышения качества и эффективности национального хозяйства, а также содействия его рациональному и устойчивому развитию⁸⁵.

В 2016 г., столкнувшись с неопределенностями в мировой экономике, монетарные власти Китая заявили о продолжении осторожной денежно-кредитной политики в сочетании с проактивной политикой в сфере финансов⁸⁶. Од-

⁸² Vestifinance.ru. (2015). Плохие кредиты в КНР достигли максимума. [online] Available at: <http://www.vestifinance.ru/articles/49489> [Accessed 14 Feb. 2015].

⁸³ ГК TeleTrade. (2014). ЦБ Китая пытается увеличить объем кредитования для поддержки роста | Новости валютного рынка на 11.12.2014 — ГК TeleTrade. [online] Available at: <http://www.teletrade.ru/analytics/news/3408387> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁸⁴ Bloomberg. (2014). China Slowdown Deepens as Targeted Stimulus Fails. [online] Available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-11-14/china-new-credit-growth-misses-economists-estimates-on-slowdown> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁸⁵ The People's Bank of China. (2015). Annual Report 2015, p. 34.

⁸⁶ International Monetary Fund. (2016). Statement by the Hon. Zhou Xiaochuan, Governor of the Fund for the People's Republic of China 2016. — IMF Annual Meetings, Governor's Statement No. 30, October 7, p. 2.

Структура кредитов в юанях в Китае в 2016 г., млрд юаней

Показатели	Непогашенная сумма на конец сентября	Рост по сравнению с предыдущим годом, %	Рост с начала года	Изменение по сравнению с соответствующим периодом прошлого года
Кредиты:	106 604,0	13,5	+12 649,6	+925,8
домохозяйствам	33 361,5	23,5	+6 330,6	+2 458,5
нефинансовым корпорациям, организациям и группам	71 852,0	9,3	+6 098,3	-1 279,5
небанковским финансовым учреждениям	953,2	11,6	+99,2	-277,5
иностранным заемщикам	437,3	38,7	+121,5	+24,3

Источник: The People's Bank of China.

новременно были направлены усилия для содействия структурным реформам со стороны предложения с акцентом на сокращении избыточных мощностей в угольной, металлургической и других традиционных отраслях промышленности, снижении кредитного леввериджа и борьбе с накоплением задолженности за счет рыночных подходов (таких, как реструктуризация долгов, свопы «долги на акции», секьюритизация и ликвидация предприятий).

По состоянию на конец 2016 г., сумма непогашенных кредитов в национальной и иностранной валютах всех финансовых учреждений составила 112,1 трлн юаней, что на 12,8 % больше, чем в 2015 г. Объем кредитов в юанях достиг величины 106,6 трлн, большинство из которых были выданы юридическим лицам (нефинансовым корпорациям, организациям и группам предприятий) (таблица).

Улучшение экономических перспектив к концу года и некоторое повышение общего уровня цен на товары и услуги обусловили снижение реальных процентных ставок по кредитам. Поэтому после ноября 2016 г. финансовые институты стали наращивать кредитование быстрее. При этом остатки задолженности по кредитам в иностранной валюте составили \$785,8 млрд, что, однако, было на \$44,5 млрд меньше, чем в начале года, и на \$5,7 млрд меньше по сравнению с аналогичным периодом 2015 г.⁸⁷

Многие владельцы денежных средств в Китае, обладающие свободными ресурсами для кредитования, стремятся избегать жесткого регулирования со стороны НБК, что приводит к росту «теневого» банковского сектора в стране, на долю которого в 2013 г. приходилось около 1/3 роста кредитования⁸⁸. Как уже отмечалось, в конце 2014 г. «теневой» банкинг КНР стал третьим в мире

⁸⁷ Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China. (2017). China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2016. — 64 pp.

⁸⁸ The Economist. (2014). Battling the darkness. [online] Available at: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21601872-every-time-regulators-curb-one-form-non-bank-lending-another-begins> [Accessed 21 Mar. 2015].



Рис. 4.8. Структура «теневых» кредитов в Китае

Источник: International Monetary Fund, Global Financial Stability Report.

(после США и Великобритании), и его размер достиг \$2,7 трлн⁸⁹. По данным агентства Moody's Investors Service, за последние 5 лет активы в «теневом» банковском секторе Китая удвоились и в конце июня 2016 г. составили 82 % ВВП⁹⁰ (или почти \$10 трлн). При этом наибольшие темпы роста демонстрировали «теневые» кредитные продукты от компаний, специализирующихся на операциях с ценными бумагами и управлении активами (рис. 4.8).

«Теневой» банковский сектор связан с потенциальными угрозами для экономики и финансов государства. Увеличение «теневых» кредитных продуктов влечет за собой рост базовых кредитных рисков. Они могут стать еще одним источником убытков, особенно для небольших банков с относительно высокой подверженностью рискам, и усиливают опасность невозврата кредитов в условиях ослабленных корпоративных балансов⁹¹.

Естественно, что регулятор вынужден принимать меры по ограничению «теневоего» банкинга. Но дилемма заключается в том, что необходимый уровень контроля за кредитной активностью (в форме административных ограничений, повышения процентных ставок и т. п.) создает угрозы замедления экономического роста в среднесрочной перспективе, а это нежелательно по политико-экономическим соображениям.

⁸⁹ Inform.kz. (2014). Китай стал третьим в мире по масштабам теневого банковского сектора. [online] Available at: <http://inform.kz/rus/article/2712645> [Accessed 21 Mar. 2015].

⁹⁰ He L. (2016). Moody's says shadow banking system presents 'another source of risk' for Chinese banks. [online] South China Morning Post. Available at: <http://www.scmp.com/business/companies/article/2054189/chinas-shadow-banking-system-expands-82pc-gdp-moodys> [Accessed 30 May 2017].

⁹¹ International Monetary Fund. (2016). Global Financial Stability Report — Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era (Washington, October 2016), p. 35.

Кроме того, нужно считаться с тем, что «теневой» банкинг является естественной составляющей развитых рынков капитала, которые Китай давно пытается сформировать. В частности, «...существует такой аргумент, что Китай выиграет от расширения определенных форм «теневого» банкинга — таких, как секьюритизация кредитов. Хотя некоторые виды кредитования явно выходят из-под контроля, все же потери должны остаться управляемыми»⁹². Поэтому регулятору нет смысла принимать слишком жесткие меры, которые могут «закрыть» «теневой» банкинг, а наоборот, ему целесообразно проводить очень осторожную политику, понемногу усиливая регулирование — так, чтобы опасность дефолта угрожала только малой части «теневого» банковского бизнеса.

Фондовый рынок

Ускоренный рост и либерализация банковского кредитования экономики Китая способствуют также постепенному развитию фондового типа финансирования, поскольку банковское и фондовое финансирование в определенной степени взаимно заменяют и дополняют друг друга.

С 2010 г. Китай стал крупнейшим в мире инвестором и с тех пор сохраняет свои лидирующие позиции. Например, в 2013 г. капитальные вложения в основные средства составили в КНР \$4,4 трлн по сравнению с \$3,1 трлн в США и \$1,2 трлн в Японии⁹³, а в 2016 г. они выросли по сравнению с 2015 г. на 8,1 % и превысили \$8 трлн⁹⁴. Поэтому эффективность финансовой системы Китая в сфере размещения капитала с использованием механизма фондового рынка является и будет оставаться важным фактором, определяющим рост не только китайской, но и всей мировой экономики в ближайшие десятилетия.

Сейчас фондовый рынок Китая представляет собой один из крупнейших в мире (уже в 2014 г. рыночная капитализация его акций достигла \$4,5 трлн, превзойдя тем самым показатели Японии⁹⁵). В декабре 2015 г., в связи с объединением фондовых бирж Гонконга, Шанхая и Шэньчжэня, в Китае был сформирован фондовый рынок, второй в мире по размерам капитализации (рис. 4.9).

Тем не менее, в целом фондовый рынок Китая пока не очень тесно связан с экономикой страны и занимает скромное место в его финансовой системе, а доминирующее положение в ней по-прежнему принадлежит крупному банковскому сектору, контролируруемому государством.

Как известно, финансовая структура экономики страны существенно влияет на отрасли, которые преимущественно получают ликвидность. Как прави-

⁹² The Economist. (2014).

⁹³ Carpenter J. (2014). The Real Value of China's Stock Market / J.N. Carpenter, F. Lu, R. White-law // SSRN Journal, 33 pp.

⁹⁴ National Bureau of Statistics of China. (2017). 2016: A Good Start for China's Economy during the 13th Five-Year Plan Period. [online] Available at: http://www.stats.gov.cn/english/pressrelease/201701/t20170120_1455922.html [Accessed 1 Jun. 2017].

⁹⁵ Bloomberg. (2014). China Overtakes Japan as World's Second-Biggest Stock Market. [online] Available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-11-27/china-surpasses-japan-as-world-s-second-biggest-equity-market> [Accessed 21 Mar. 2015].

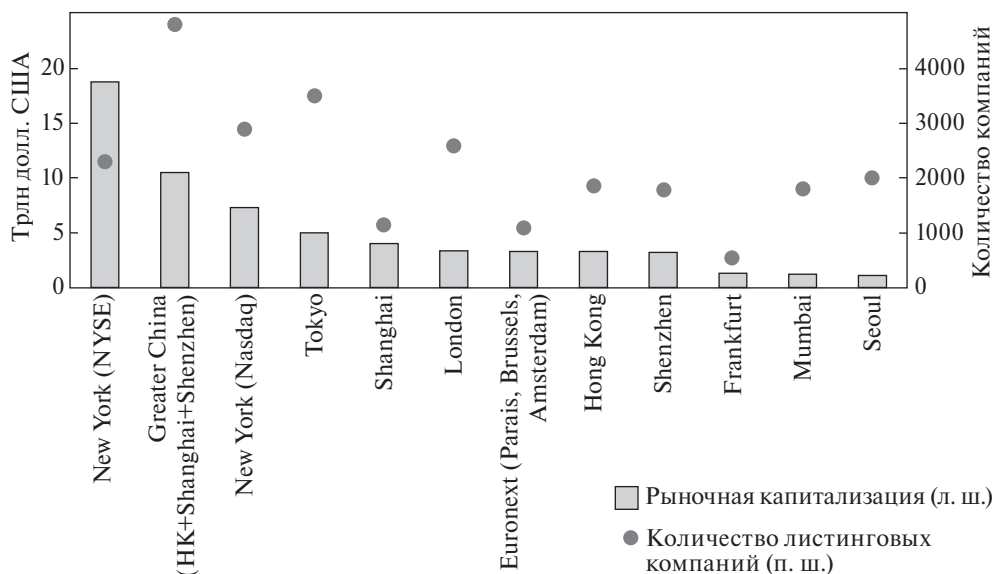


Рис. 4.9. Рыночная капитализация и количество листинговых компаний на крупнейших фондовых биржах мира (на конец сентября 2016 г.)
 Источник: World Federation of Exchanges.

ло, фондовое финансирование поддерживает более инновационные отрасли, а банковское финансирование лучше подходит для уже действующих производств. Ключевые преимущества финансирования через фондовые рынки по сравнению с банковским определяются оценками бизнес-возможностей, повышающих количество потенциальных инвесторов, способных определять жизнеспособность новых технологий. Поэтому в Китае, переходящем на интенсивный путь развития, венчурный и частный акционерный капиталы со временем будут играть большую роль в финансировании технологически продвинутых отраслей. Кроме того, на китайском рынке капиталов должны увеличить свое присутствие институциональные инвесторы. Все это в комплексе будет способствовать облегчению доступа к банковским кредитам домашних хозяйств, а также микро-, малых и средних предприятий (ММСП), тогда как крупные и уже сформированные предприятия в большей степени будут полагаться на прямое финансирование через фондовый рынок⁹⁶.

В течение последнего десятилетия XX в., на который пришелся Азиатский финансовый кризис 1997—1998 гг., китайский фондовый рынок заработал себе не лучшую репутацию «...казино, которым манипулируют спекулянты и инсайдеры»⁹⁷. Но с тех пор уже прошло много времени, и ситуация на фондо-

⁹⁶ World Bank and the Development Research Center of the State Council, P. R. China. (2013). China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society. — Washington, D.C.: World Bank, pp. 119—120.

⁹⁷ Carpenter J. (2014).

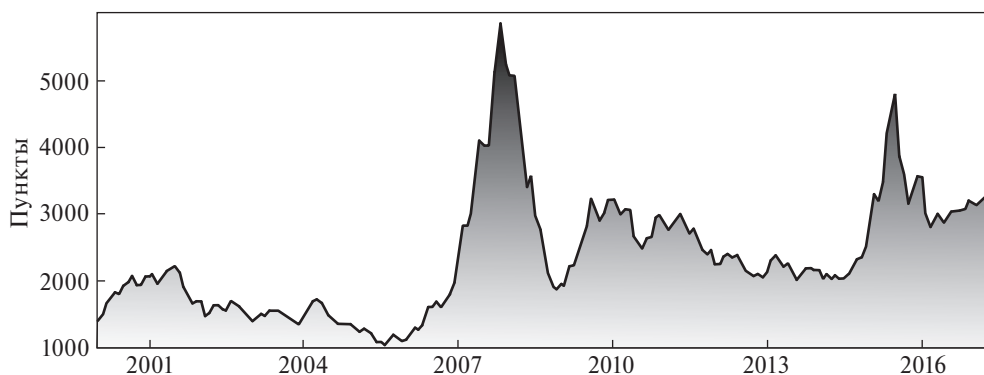


Рис. 4.10. Динамика индекса Shanghai Composite

Источник: Tradingeconomics.

вом рынке КНР существенно изменилась к лучшему. И хотя он остается относительно закрытым, тем не менее, «...ценовые риски китайских инвесторов и другие характеристики акций почти такие же, как у инвесторов в других крупных экономических системах. ...Фондовый рынок Китая больше не заслуживает репутации казино. Кроме того, тренд информативности курса акций за прошедшие два десятилетия тесно связан с трендом корпоративной инвестиционной эффективности. Фондовый рынок Китая агрегирует рассеянную информацию и генерирует полезные сигналы для менеджеров. Наконец, из-за его низкой зависимости от других фондовых рынков и высокой средней прибыльности фондовый рынок Китая предлагает растущие на протяжении периода акции (акции с позитивной «альфа») разнообразным глобальным инвесторам, которые могут получить доступ к нему»⁹⁸.

В последние годы фондовый рынок Китая, оправившись от потрясений мирового финансово-экономического кризиса, постепенно, с переменным успехом, но все же растет (рис. 4.10).

Китайское правительство пытается заверить инвесторов в надежности вложения капиталов в КНР. При этом биржевой барометр китайской экономики уже не показывает принципиальных отличий от барометров других стран: за 2011 г. индекс Shanghai Composite⁹⁹ упал более чем на 20 %, повторяя мировые колебания. В начале 2012 г. показатели фондового рынка КНР оставались на 60 % ниже показателей пика осени 2007 г. С весны 2011 г. они заметно ухудшились. Весной 2012 г., после зимнего биржевого оживления, китайский индекс Shanghai Composite вновь продемонстрировал курс на сни-

⁹⁸ Там же.

⁹⁹ SSE Composite — фондовый индекс Шанхайской фондовой биржи. Его расчет ведется с декабря 1990 г., а базовое значение составляет 100 пунктов. В расчет индекса принимаются ежедневные значения цен всех акций, представленных на торги в котировальных листах А и В Шанхайской фондовой биржи.

жение¹⁰⁰. Между тем в 2014 г. он вырос практически на 40 %, несмотря на некоторое замедление темпов роста ВВП и другие не самые лучшие макроэкономические показатели. При этом за ноябрь 2014 г. были открыты около 1 млн брокерских счетов, что на 280 % больше, чем за аналогичный период 2013 г.¹⁰¹.

Помимо спекулятивных факторов, снижения базовой процентной ставки и перетекания части денег из «теневое» банкинга в связи с его постепенной легализацией, определенное позитивное влияние на такую динамику событий оказало слияние Шанхайских и Гонконгской бирж в ноябре 2014 г.¹⁰². Дальнейшим шагом в этом направлении стало создание в декабре 2016 г. связующего звена между фондовыми биржами Шэньчжэня и Гонконга, открывшее доступ иностранным инвесторам к сотням быстро растущих компаний Китая¹⁰³. И теперь, как уже отмечалось, Shenzhen-Hong Kong Stock Connect — это биржевая площадка, вторая в мире по размерам рыночной капитализации.

С июня 2014 г. по июнь 2015 г. рыночная капитализация Шанхайской фондовой биржи выросла на 132 %. Но удорожание акций китайских компаний в значительной мере носило спекулятивный характер и не было прямо обусловлено соответствующим улучшением фундаментальных факторов. Особенно наглядно это проявилось в 2015 г., когда за период с 12 июня (начало падения) по 25 августа основной китайский индекс Shanghai Composite упал на 43 %, что вызвало распродажу акций по всему миру и вынудило китайские власти принимать срочные меры: массово приостанавливать торги фондовыми инструментами, обязывать государственных брокеров выделять ресурсы на стабилизацию рынка, мобилизовать подконтрольные фонды для скупки бумаг и др.¹⁰⁴.

Все это свидетельствует о том, что проблемы устойчивого развития рыночного финансирования в Китае окончательно не решены, и здесь еще предстоит многое сделать. Как отмечают специалисты Всемирного банка, мировые тенденции таковы, что оптимальные финансовые структуры становятся более рыночно ориентированными по мере того, как экономики стран развиваются и повышают свой уровень. Поэтому «...для Китая актуально пересмотреть свои концепцию и стратегию в финансовой системе, чтобы избежать ситуации, когда задержки в реформировании и развитии финансовой системы подрывают или тормозят реальный сектор экономики»¹⁰⁵.

¹⁰⁰ Колташов В. (2014).

¹⁰¹ Rbctv.rbc.ru. (2015). Шанхай-коннект: почему растут китайские индексы? [online] Available at: http://rbctv.rbc.ru/archive/rbc_view/562949993266787.shtml [Accessed 21 Mar. 2015].

¹⁰² BBC News. (2014). Shanghai-HK Stock Connect approved. [online] Available at: <http://www.bbc.com/news/business-29983494> [Accessed 21 Mar. 2015].

¹⁰³ Bloomberg. (2017). What to expect from the Shenzhen-Hong Kong Stock Connect on the Hong Kong volume profile | Bloomberg Professional Services. [online] Available at: <https://www.bloomberg.com/professional/blog/expect-shenzhen-hong-kong-stock-connect-hong-kong-volume-profile/> [Accessed 31 May 2017].

¹⁰⁴ Макаров О. (2015). Китайский обвал: почему власти КНР не торопятся спасать фондовый рынок / О. Макаров, И. Ткачев. [online] РБК. Available at: <http://www.rbc.ru/economics/26/08/2015/55dc958d9a7947dcaea42a7b> [Accessed 31 May 2017].

¹⁰⁵ World Bank and the Development Research Center of the State Council, P. R. China. (2013), p. 117.

Рынок труда

Китай, являясь самой многочисленной страной мира (1,383 млрд чел. по состоянию на конец 2016 года), еще в недавнем историческом прошлом принадлежал к числу бедных стран: в 1990 г. ВВП с учетом ППС в расчете на душу населения КНР составлял менее \$1500 (constant 2011 international \$), т. е. в ≈ 10 раз меньше, чем в 2013 г.¹⁰⁶. Поэтому не удивительно, что с начала экономических реформ наличие дешевой рабочей силы было (и продолжает оставаться) одним из главных конкурентных преимуществ Китая. В свое время это позволило ему сделать впечатляющий рывок в экономическом развитии и начать позиционировать себя в качестве «мастерской мира» по изготовлению трудоемких товаров.

В 2016 г. население Китая в трудоспособном возрасте (от 16 до 59 лет включительно) достигло 907,5 млн чел. (или 65,6 % общей численности населения страны); в возрасте 60 лет и старше — 230,9 млн чел. (или 16,7 %); в возрасте 65 лет и старше — 150 млн чел. (или 10,8 %). В городах проживали 793 млн чел. (увеличение по сравнению с 2015 г. на 21,8 млн чел.), в сельской местности — 589,7 млн чел. (снижение по сравнению с 2015 г. на 13,7 млн чел.). В связи с такими демографическими процессами доля городского населения в его общей численности (уровень урбанизации) повысилась и достигла 57,35 %. На конец 2016 г. общее количество занятых составило 776 млн чел., большинство из которых — это городское население (414,3 млн чел.)¹⁰⁷.

В целом население Китая стареет. По данным Всемирного банка, в последние годы коэффициент демографической нагрузки (число зависимых людей в процентах от численности трудоспособного населения) в КНР растет и достигает теперь 36,6 % (2015 г.). Стареющее общество, в свою очередь, меньше сберегает (а следовательно, меньше инвестирует) и медленнее накапливает человеческий капитал, что повышает риск попадания Китая в ловушку «среднего дохода». Опыт других стареющих стран в регионе свидетельствует, что это действительно серьезная проблема. Во второй половине 1990-х годов, когда в Японии коэффициент демографической нагрузки увеличился, темпы роста ВВП резко снизились. В Южной Корее темпы экономического роста также замедлились после 2010 г., когда этот коэффициент начал быстро повышаться¹⁰⁸.

В течение последних десятилетий Китай постепенно утрачивает свое основное конкурентное преимущество — дешевый труд — в силу стабильного по-

¹⁰⁶ Economics.unian.net. (2014). Безработица в Китае в 2013 году составила 4,1 %. [online] Available at: <http://economics.unian.net/soc/876057-bezrabotitsa-v-kitae-v-2013-godu-sostavila-41.html> [Accessed 21 Mar. 2015].

¹⁰⁷ National Bureau of Statistics of China. (2017). 2016: A Good Start for China's Economy during the 13th Five-Year Plan Period. [online] Available at: http://www.stats.gov.cn/english/pressrelease/201701/t20170120_1455922.html [Accessed 1 Jun. 2017].

¹⁰⁸ Woo W. (2017). China's Growth Odyssey. [online] Project Syndicate. Available at: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/china-s-growth-odyssey-2017-02> [Accessed 31 May 2017].

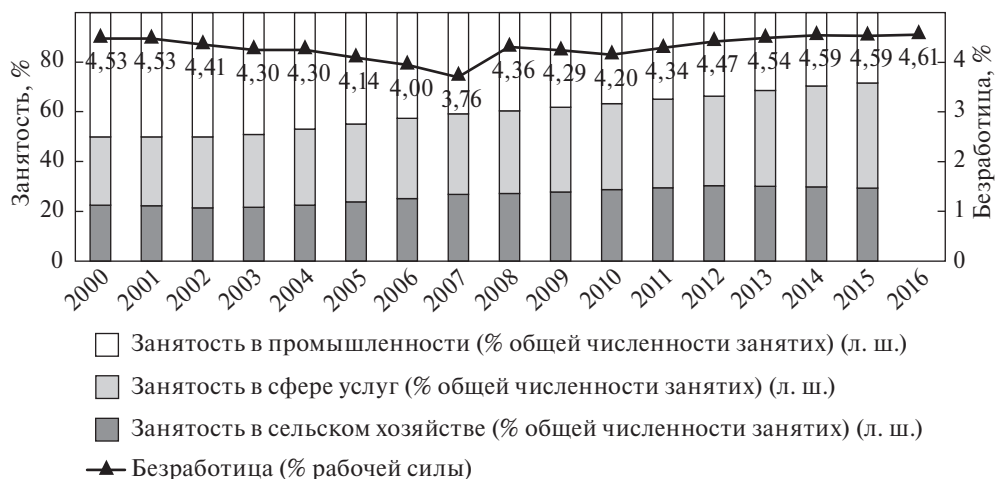


Рис. 4.11. Структура занятости по отраслям экономики (сельское хозяйство, сфера услуг, промышленность) и безработица в Китае
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

вышения заработной платы трудящихся. Тем не менее, стране удается сохранять достаточно высокий уровень занятости населения и относительно низкий — безработицы (рис. 4.11).

Этому способствовала в том числе монетарная политика: когда в связи с мировым финансовым кризисом 2007—2008 гг. производственные заказы резко сократились, руководство КНР приняло компенсирующие меры в виде опережающего увеличения кредитования муниципального жилья и модернизации инфраструктуры, что, в свою очередь, способствовало поддержанию в стране приемлемого уровня занятости.

В 2013 г. уровень безработицы в Китае составил 4,1 %. Аналогичный показатель был зафиксирован в 2011—2012 гг. В 2013 г. в городах КНР было создано 13,1 млн новых рабочих мест, а около 5,7 млн чел. были заново трудоустроены после потери работы¹⁰⁹. В 2014—2016 гг. безработица в Китае составила около 4,6 %.

В структуре занятости Китая следует отметить важные тренды: как показано на рис. 4.11, наблюдается устойчивая тенденция к уменьшению доли занятых в сельском хозяйстве, при одновременном увеличении доли занятых в промышленности и в сфере услуг. Это свидетельствует о том, что экономика Китая модернизируется.

Сохранению стабильности рынка труда в КНР способствует развитие системы обязательного социального страхования, в рамках которой работодатель и работник обязаны делать отчисления на пенсионное страхование, базо-

¹⁰⁹ Economics.unian.net. (2014). Безработица в Китае в 2013 году составила 4,1 %. [online] Available at: <http://economics.unian.net/soc/876057-bezrabotitsa-v-kitae-v-2013-godu-sostavila-41.html> [Accessed 21 Mar. 2015].

вое медицинское страхование, страхование от производственных травм и безработицы, по беременности и родам, а также взносы в фонд накопления на жилье¹¹⁰. В 2013 г. общий доход фондов социального страхования увеличился на 13,8 % и достиг 3290 млрд юаней (или \$539 млн), а расходы составили 2650 млрд юаней (или \$438,2 млн), что приблизительно на 20 % превысило показатели предыдущего года¹¹¹.

Индикативный показатель XII пятилетнего плана КНР (2011—2015) — количество охваченных различными системами социального страхования в городе — был перевыполнен, и общая численность таких людей составила 376,8 млн чел. (т. е. на 20 млн чел. больше намеченного)¹¹².

Создание новых рабочих мест является одним из приоритетных направлений работы правительства. В течение XII пятилетки власти страны выполнили поставленную задачу — удержать безработицу в пределах 5 % (но при этом следует учитывать, что в Китае официальные данные по уровню безработицы, как правило, не включают сведений о мигрантах из сельских районов и о нетрудоустроенных выпускниках вузов¹¹³).

В связи с ростом доходов населения в КНР быстро растет количество студентов: сегодня эта категория населения в 2 раза больше, чем еще 10 лет назад. Например, по данным статистического портала Statista, в 2014 г. выпускниками университетов и колледжей в Китае стали 6,6 млн чел., а в 2015 г. — 6,8 млн чел. Но такие положительные структурные сдвиги являются также одним из источников социальной напряженности, поскольку высокая безработица отмечается именно среди так называемых «белых воротничков», то есть молодых выпускников высших учебных заведений, которые еще не имеют опыта работы. Приблизительно 15 % из них не могут трудоустроиться, поскольку китайские компании не в состоянии предоставить достаточное количество мест для молодых людей с высшим образованием. Таким образом, правительство страны сталкивается с двойной проблемой — одновременным и ростом численности рабочих низкой квалификации и увеличением количества безработных граждан, окончивших вузы.

Проблемы структурной безработицы в условиях высокой кредитной задолженности, роста цен, режима бюджетной экономии, старения населения, а также высвобождения рабочих мест на многих предприятиях под влиянием последних реформ и процессов реструктуризации свидетельствуют о том, что социальная напряженность и в дальнейшем будет одним из важных факторов, который нужно учитывать (в том числе монетарным властям страны) при выборе путей и инструментов экономической политики.

¹¹⁰ China Window / Окно в Китай. (2015). Обязательные отчисления на социальное страхование в КНР. [online] Available at: <http://chinawindow.ru/china/legal-information-china/business-faq/social-security-prc/> [Accessed 15 Feb. 2015].

¹¹¹ Economics.unian.net. (2014).

¹¹² *Островский А.* (2017). Китай в условиях «новой нормальности». [online] Независимая газета. Available at: http://www.ng.ru/ideas/2016-03-30/9_china.html [Accessed 2 Jun. 2017].

¹¹³ Economics.unian.net. (2014).

При этом в ближайшие годы глобальное конкурентное преимущество Китая, заключающееся в стоимости рабочей силы, по-видимому, должно сохраниться, поскольку, во-первых, в сельских районах КНР по-прежнему наблюдается избыток рабочей силы, ожидающей занятости, и во-вторых, средняя заработная плата у американских и европейских рабочих все еще гораздо выше, чем у китайских. Такая ситуация на рынке труда может наблюдаться в Китае еще продолжительное время¹¹⁴.

Стимулирование экономического роста

В течение последних десятилетий многие годы были отмечены в Китае двузначными темпами экономического роста. При этом правительство последовательно использовало такую его модель, которая ориентирована на внешние рынки и при которой обменный курс юаня искусственно занижался, что, в свою очередь, стимулировало экспорт товаров и услуг в ущерб внутренним потребительским расходам.

Стремительный подъем китайской экономики и опережающий рост кредитования (в том числе в ответ на мировой финансово-экономический кризис) повлекли за собой увеличение инвестиций в процентном отношении к ВВП, которое в отдельные годы вплотную приближалось к 50 % (рис. 4.12).

Результатами стали массовое строительство нового жилья и инфраструктуры, рост новых городов для мигрантов из сельской местности, занятых в производственном секторе.

В то же время огромные потоки инвестиций в комплексе с мягкой денежно-кредитной политикой центробанка Китая породили значительные дисбалансы в распределении капиталов, обусловили стремительный взлет цен на недвижимость и возникновение проблем избыточной задолженности в экономике. При этом возможности дальнейшего монетарного стимулирования ее расширения существенно сократились, что уже сказалось на темпах экономического роста: в 2012 г. он замедлился до менее 8 %, в 2015 г. — до менее 7 %, а в начале 2020-х годов, по оценкам МВФ, его темпы могут составить уже менее 6 %.

По мнению отдельных специалистов, в последние годы китайская экономика переживает «усталость от роста»¹¹⁵. Власти КНР осознают, что любая масштабная программа его поощрения будет менее действенной в условиях не всегда эффективного использования капиталов, которое давно уже стало очевидным. Кроме того, возвращение к экстенсивной модели стимулирования экономического роста может снизить возможности дальнейшего реформиро-

¹¹⁴ Scsgroup-consult.com. (2015). Тенденции на рынке рабочей силы Китая: от количества — к качеству. [online] Available at: <http://scsgroup-consult.com/ru/articles/view/273/> [Accessed 21 Mar. 2015].

¹¹⁵ Ло Ч. (2014). Замедление темпов экономического роста: сделано в Китае. Финансовая аналитика. Рамблер Финансы. [online] Available at: <http://finance.rambler.ru/news/analytics/146475474.html> [Accessed 22 Mar. 2015].

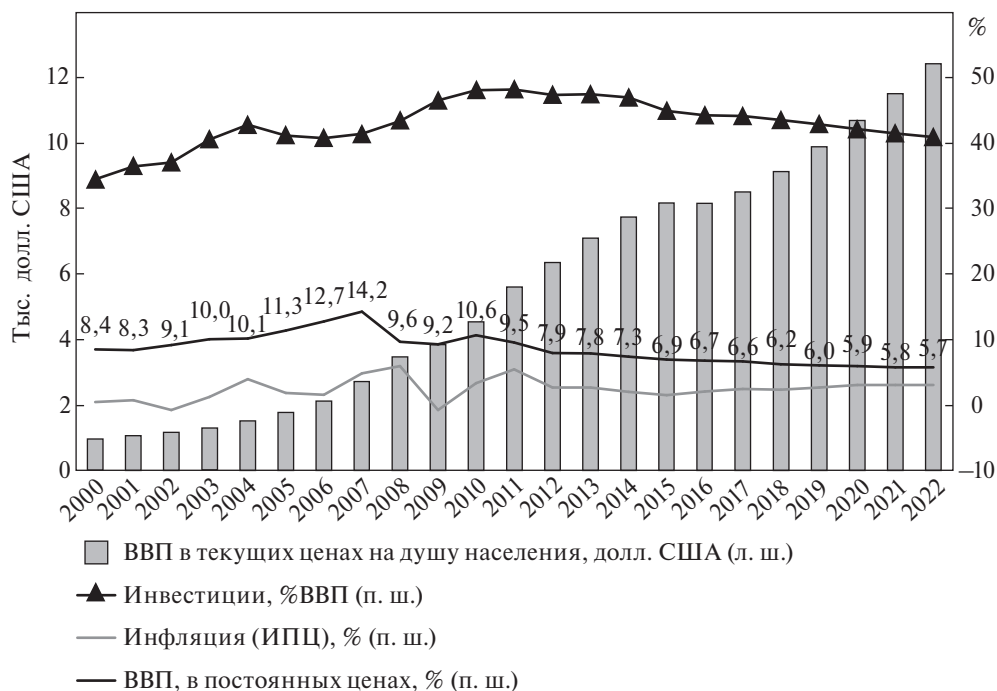


Рис. 4.12. Прогноз роста ВВП и инвестиций в КНР

Составлено по данным: IMF, World Economic Outlook Database; IMF Staff Estimates.

вания и поставить под сомнения его результативность. Поэтому теперь акцент делается на развитии тех секторов экономики, которые считаются приоритетными и действительно нуждаются в инвестициях, а не на общем форсировании инвестиционной активности в стране.

В долгосрочной перспективе переход к модели экономического роста, основанной в большей степени не на экспорте и инвестициях (экспортноориентированная модель экономики), а на внутреннем рынке, внутреннем потреблении и развитии сферы услуг, должен привести к меньшим, но устойчивым темпам роста — тем более, что потенциал экстенсивного использования рабочей силы уже существенно исчерпан. При этом Китай продолжает доминировать в мире по сбережениям, выступающим в качестве главного источника инвестиций. По некоторым оценкам, к 2030 г. абсолютная величина сбережений в КНР будет наибольшей среди всех стран мира и составит около \$9 трлн¹¹⁶. Действие главных факторов ее роста — большой численности населения и его высокой, в конфуцианских традициях, склонности к сбережениям — будет частично компенсироваться старением населения и ростом количества иждивенцев.

¹¹⁶ World Bank. (2013). Capital for the Future: Saving and Investment in an Interdependent World. Global Development Horizons. — Washington, D.C.: World Bank, p. 79.

Анализ последних данных, характеризующих динамику развития китайской экономики, показывает, что темпы замедления ее роста не являются критическими, в том числе благодаря своевременным и профессиональным мерам властей в сфере использования монетарных механизмов развития национальной экономики. Например, в 2014 г. экспорт из страны не только увеличился, но и стал более конкурентоспособным после того, как центробанк Китая сдержал рост курса юаня, а импорт снизился на 6,6 %. В ноябре 2014 г. Китай закупил нефти \$16,4 млрд, а ведь еще год назад, в 2013 г., эта цифра была значительно больше — \$18,4 млрд¹¹⁷. В 2016 г. ситуация в КНР несколько изменилась: общая стоимость экспорта сократилась по сравнению с 2015 г. на 2 % — до 13,8 трлн юаней, а общая стоимость импорта, наоборот, на 0,6 % превысила показатель предыдущего года и достигла 10,5 трлн юаней. При этом положительное сальдо торгового баланса составило 3,3 трлн юаней¹¹⁸.

Если же рассмотреть более долговременные тенденции, то доля экспорта в ВВП Китая сокращается (с 35 % в 2007 г. до 20 % в 2015 г.), а доля страны в мировом ВВП — растет (с 11 % в 2007 г. до 17 % в 2015 г.). По некоторым оценкам, это свидетельствует о том, что КНР, оставаясь крупнейшим мировым экспортером, находится в авангарде глобального процесса ослабления зависимости развивающегося мира от развитого¹¹⁹.

В целом же руководство Китая считает 2016 г., когда удалось достичь умеренного, но зато относительно стабильного и безопасного развития, удачным началом новой XIII пятилетки (2016—2020 гг.)¹²⁰.

Власти КНР неоднократно заявляли, что расценивают нынешние темпы экономического роста как вполне приемлемые¹²¹, а потому намерены сконцентрироваться, прежде всего, на качестве роста и стабильности, на проведении более проактивной фискальной политики, более ответственной монетарной политики и более активных реформ. Решающую роль Китай отводит именно дальнейшим экономическим реформам, по итогам которых внутреннее потребление и услуги станут ключевыми факторами роста, тогда как экспорт и инвестиции отойдут на второй план.

Таким образом, можно рассчитывать, что в ближайшие годы китайская экономика будет постепенно замедляться в соответствии со стратегией правите-

¹¹⁷ Мануков С. (2014). Рекордное сальдо. [online] Expert.ru. Available at: <http://expert.ru/2014/12/8/rekordnoe-saldo/> [Accessed 22 Mar. 2015].

¹¹⁸ National Bureau of Statistics of China. (2017). 2016: A Good Start for China's Economy during the 13th Five-Year Plan Period. [online] Available at: http://www.stats.gov.cn/english/pressrelease/201701/t20170120_1455922.html [Accessed 1 Jun. 2017].

¹¹⁹ Roach S. (2017). A World Turned Inside Out. [online] Project Syndicate. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/developing-countries-drive-global-growth-by-stephen-s-roach-2017-04> [Accessed 4 Jun. 2017].

¹²⁰ National Bureau of Statistics of China. (2017).

¹²¹ Bloomberg. (2015). China Plays Down Stimulus Talk as Xi Trumpets New Normal Growth. [online] Available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-08/china-plays-down-stimulus-talk-as-xi-trumpets-new-normal-growth> [Accessed 22 Mar. 2015].

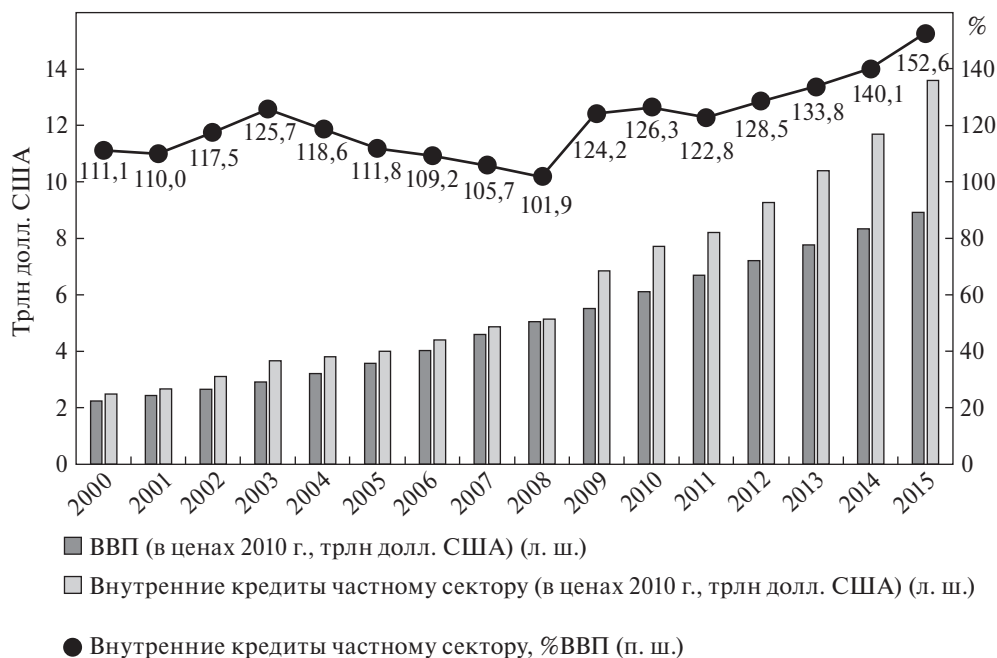


Рис. 4.13. Динамика ВВП и кредитов частному сектору экономики в Китае
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org. World Development Indicators.

льства по обеспечению сбалансированного экономического роста. Его будут поддерживать умеренные цены на нефть и несколько лучшие, чем ожидалось, перспективы развития мировой экономики (улучшение прогнозируемых показателей ее роста в 2017—2018 гг.¹²²). Между тем основными рисками остаются возможность резкой коррекции на рынке недвижимости и повышение задолженности местных органов власти¹²³. И конечно же, большие риски связаны с общим кредитным навесом (рис. 4.13).

В последние годы темпы роста кредитования в Китае превышали темпы роста ВВП (см. рис. 4.13). Параллельно рос и «теневой» банковский сегмент, который действует вне рамок регулирования, призванного уменьшить риски. С 2006 г. доля «теневых» банков в общих объемах кредитования подскочила с 10 до 33 %. Плюс склонность многих кредитных учреждений к рискованному кредитованию: объемы межбанковских активов, принадлежащих этим учреж-

¹²² International Monetary Fund. (2017). World Economic Outlook. A Shifting Global Economic Landscape, January, 7 pp.; International Monetary Fund. (2017). World Economic Outlook: Gaining Momentum? — Washington, April, 238 pp.

¹²³ Focus Economics. (2015). China Economic Report | Economic Forecasts from the World's Leading Economists. Outlook, Statistics and Forecasts. [online] Available at: <http://www.focus-economics.com/countries/china> [Accessed 22 Mar. 2015].

дениям, выросли с 6,21 трлн юаней до 21,47 трлн юаней¹²⁴. Это свидетельствует о том, что значительная часть денег вращается внутри самого финансового сектора, не находя себе применения в реальной экономике.

Для снижения обозначенных опасностей необходимо улучшить регулирование забалансовых операций банков и их рискованных активов. Однако очевидно, что только этого явно недостаточно. Решающую роль будет играть дальнейшее реформирование монетарного трансмиссионного механизма в соответствии с потребностями инновационного развития реального сектора экономики: согласно амбициозному плану «Made in China 2025», призванному преобразовать перерабатывающую промышленность Китая на основе прорывных технологий¹²⁵, к 2049 г. (т. е. к 100-летию образования КНР) индустрия страны должна стать ведущей производственной мощностью в мире.

ВЫВОДЫ

1. Известный реформатор, создатель сингапурского «экономического чуда» и китаец по происхождению Ли Кван Ю еще в 1994 г., когда Китай только поднимался в мире после почти двухсотлетнего кризиса, постепенно, но последовательно реализует реформы другого великого реформатора-китайца — Дэн Сяо Пина, отмечал: «Масштабы изменения положения Китая в мире таковы, что мир найдет новый баланс сил в течение 30 или 40 лет. Невозможно делать вид, будто это просто еще один ведущий игрок. Это крупнейший игрок за всю историю человечества»¹²⁶. Тогда это утверждение казалось слишком смелым, но теперь уже очевидно, что события происходят именно по такому сценарию. Он обусловлен, как минимум, тремя факторами.

Первый фактор — это огромный многотысячелетний путь Китая как государства, «прописанный» в генетической и исторической памяти популяции. Возраст китайской цивилизации, отраженный в письменных источниках, насчитывает, по меньшей мере, 3,5 тыс. лет. Экономика государственного Китая в течение тысячелетий была одной из ведущих в мире. Еще в начале XIX в. она считалась крупнейшей на планете¹²⁷. И теперь, после недолгого в историческом измерении перерыва, когда на определенный период западному миру удалось перехватить лидерство, Китай опять находится в авангарде мирового развития.

¹²⁴ Jun Z. (2017). China's Monetary Conundrum. [online] Project Syndicate. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-financial-constraints-real-economy-by-zhang-jun-2017-05> [Accessed 3 Jun. 2017].

¹²⁵ News.xinhuanet.com. (2017). «Made in China 2025» plan unveiled to boost manufacturing — Xinhua | English.news.cn. [online] Available at: http://news.xinhuanet.com/english/2015-05/19/c_134252230.htm [Accessed 3 Jun. 2017].

¹²⁶ Хангтингтон С. (2003). Столкновение цивилизаций / С. Хангтингтон; пер. с англ. Т. Веллмеева, Ю. Новикова. — М.: ООО «Издательство АСТ», 603 с.

¹²⁷ Maddison A. (2007). Contours of the World Economy, 1-2030 AD. Essays in Macro-Economic History / A. Maddison. — New York: Oxford University Press Inc., 418 p.

Второй фактор — это конфуцианская социокультурная традиция Китая, которая существенно отличается от социокультурной традиции мирового Запада и теперь вновь демонстрирует свою актуальную жизненную силу и конкурентоспособность. Западным ценностям и нормам, которые исходят из индивидуализма и рационально эгоистического поведения и, в конечном счете, выливаются в императив максимизации потребления как цели жизни, Китай противопоставляет ценности и нормы конфуцианства, которые исходят из коллективизма и иерархии и признают важность потребления, но только как средства обеспечения лучшей жизни людей, а императивом является поступательное развитие популяции и государства.

Третий фактор — это специфический путь развития страны, который сочетает элементы как капитализма, так и социализма и направлен на построение в конечном итоге «социализма с китайской спецификой». «Теперь очевидно, что свободный рыночный капитализм не является «концом идеологической эволюции человечества», как Френсис Фукуяма заявил в книге «Конец истории?» в 1989 году. ...Китайский народ не верит в «конец истории» и остается неутомимым в исследовании социалистического пути. В то же время он не будет почивать на лаврах и идти проторенной дорогой. Достигнув нового этапа развития, он будет «апгрейдить» социализм с китайской спецификой, экспериментируя с широким спектром новых стратегий»¹²⁸.

2. Для дальнейшего продвижения реформ при сохранении социально-политической стабильности Китаю необходимо поддерживать достаточно высокие темпы экономического роста. До последнего времени он происходил преимущественно на экстенсивной основе путем масштабного привлечения инвестиций, использования преимуществ дешевой рабочей силы и экспортной ориентации производства товаров, заполонивших весь мир. Фактически Китай, в том числе благодаря монетарной политике поддержания стабильно низкого курса CNY, стал мировым центром оффшоринга и «мастерской мира» по изготовлению многих видов продукции. В то же время внутри страны наблюдается перепроизводство жилья, а такие драйверы роста, как дорожное строительство и продажа автомобилей, в большей степени опирались на масштабное и рискованное кредитование, а не на реальные доходы населения.

В связи с мировым финансовым кризисом 2007—2008 гг., активными мерами ведущих стран Запада по решорингу и новой индустриализации, а также определенным исчерпанием потенциала экстенсивного роста Китаю приходится при решении проблем обеспечения дальнейшего устойчивого развития, преодоления бедности и повышения доходов населения больше полагаться не на внешние рынки, а на внутренние, на расширение сферы услуг, внутреннего спроса и потребления, то есть по сути — на новую, более интенсивную модель экономического развития.

¹²⁸ The European Council on Foreign Relations. (2012). *China 3.0* / Ed. by Mark Leonard. — London: ECFR, pp. 65–66.

Это уже частично удается: в экономике Китая растет доля сектора услуг, доля строительства и промышленности сокращается — при том, что сама промышленность становится все более инновационной, а удельный вес экспорта в ВВП снижается.

Новые перспективы развития китайской и мировой экономик открывает гигантский проект «Один пояс — один путь», который в случае его успешной реализации выведет страну в лидеры новой глобализации, развивающей международное транспортное и производственное сотрудничество на принципах долгосрочных партнерских отношений.

3. В обеспечении перехода на такую модель экономического развития ключевое значение имеет монетарная политика, которая в комплексе с другими инструментами регулирования смешанной экономики направлена на достижение макроэкономической и финансовой стабильности, на эффективное размещение ограниченных ресурсов и на смягчение шоков внутреннего и внешнего происхождения.

В последние годы правительство КНР и Народный банк Китая уделяют много внимания рыночной трансформации основ монетарной политики: расширен диапазон цен, в пределах которого может торговаться юань, либерализованы кредитные и депозитные ставки, укреплена финансовая инфраструктура за счет активизации трансграничной межбанковской платежной системы Китая и расширения использования юаня через недавно открытые клиринговые центры в Нью-Йорке, Дубае и Москве. Важное значение имело также объединение фондовых бирж Гонконга, Шанхая и Шэньчжэня, упрощающее доступ на китайские финансовые рынки и служащее укреплению связей между китайскими и международными инвесторами.

Тем не менее, нынешние условия реализации денежно-кредитной политики Китая и задействованный в ней монетарный трансмиссионный механизм все еще существенно иные, чем в развитых странах. А потому, как отмечает председатель НБК Чжоу Сяочуань¹²⁹, денежно-кредитная политика КНР должна учитывать эти специфические обстоятельства и одновременно поддерживать несколько целей: умеренно низкую инфляцию (контроль за которой является наивысшим приоритетом), достаточные темпы экономического роста, высокий уровень занятости и относительно низкий — безработицы, активный платежный баланс.

4. До настоящего времени НБК решал весь этот комплекс задач достаточно успешно. По крайней мере, инфляция остается управляемо низкой (но с долгосрочной тенденцией к дефляции); экономический рост, несмотря на известные проблемы, поддерживается на уровне выше 6 %; занятость остается достаточно высокой (до 70 %), а безработица — относительно низкой (менее 5 %); международные потоки платежей остаются сбалансированными благодаря устойчивому профициту счета текущих операций. Кредитование китай-

¹²⁹ Zhou X. (2014). China's Monetary Policy Since the Turn of the Century. [online] Available at: <http://english.caixin.com/2012-11-30/100467497.html> [Accessed 20 Mar. 2015].

ской экономики выдерживается в пределах целевых ориентиров, хотя ее перекредитованность (в том числе из-за быстрого развития «теневого» банкинга) очевидна.

Золотовалютные резервы КНР — на сегодняшний день наибольшие в мире — составляют около \$3 трлн, хотя это существенно меньше, чем в 2014 г. (т. е. до начала валютных интервенций с целью поддержания курса юаня), когда они достигали рекордных \$3,8 трлн. Юань уверенно выходит на международную арену. В конце 2016 г. он был включен в корзину резервных валют МВФ. По данным Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT)¹³⁰, юань является теперь шестой валютой мира из наиболее часто используемых для платежей. И хотя в 2016 г. международные платежи в юанях показали нисходящую траекторию (по стоимости они несколько сократились по сравнению с 2015 г., что было обусловлено некоторым замедлением темпов роста экономики Китая и снижением доли экспорта в ВВП), все же он продолжает считаться сильной валютой для платежей.

5. Ввиду нынешней динамики событий вполне вероятно, что в ближайшие годы НБК будет последовательно продолжать пруденциальную монетарную политику стимулирования развития национальной экономики и содействия структурным реформам со стороны предложения. Однако она и дальше будет «зажата» в тисках противоречий, обусловленных «эффектом колеи».

В частности, регулятор должен принимать во внимание, что устойчивый избыток производственных мощностей как результат ускоренного развития прошлых лет (в угольной, металлургической и других отраслях) вызывает дефляционные и другие неблагоприятные для нынешнего развития тенденции. Они к тому же усиливаются в связи с недостаточной сбалансированностью финансового сектора, где преобладают крупные государственные банки, с наличием неоправданных финансовых привилегий для государственных предприятий, с масштабным «теневым» банкингом, с угрожающим ростом корпоративных долгов в нефинансовом секторе экономики и др.

Эти проблемы, в свою очередь, являются частью более широкого круга социально-экономических противоречий, которые связаны со слабой системой социальной защиты населения и его быстрым старением, с недопустимыми региональными различиями, с масштабным загрязнением окружающей природной среды (Китай является крупнейшим в мире источником выбросов углекислого газа) и накладывают дополнительные ограничения на выбор вариантов политики поддержания стабильного развития и используемого для этого монетарного механизма.

Чтобы вырваться из этого порочного круга противоречий, понадобится много сил, времени и терпения. Но, принимая во внимание тысячелетние конфуцианские социокультурные традиции Китая, которые теперь представляют собой его конкурентное преимущество в современном мире, имеем основания

¹³⁰ SWIFT. (2017). State of FX and payments in London in uncertain times. — RMB Tracker, special edition, April, 19 pp.

ожидать дальнейшего стратегического роста глобального индекса могущества КНР от National Intelligence Council (USA), и это ожидание не будет большим преувеличением.

6. В целом опыт Китая, который важно учитывать и другим странам с эмерджентными рынками (в том числе Украине), свидетельствует о том, что разные государства на отдельных этапах своего развития могут успешно использовать и разные монетарные механизмы, т. е. неявно универсальный «рыночный» монетарный механизм экономического развития — это определенное идеологически мотивированное преувеличение.

Успехи Китая, действительно имеющие планетарные масштабы и последствия, были достигнуты при непосредственном участии центробанка, который осуществлял надзор и контроль над финансовой отраслью под руководством Государственного совета КНР — при доминировании в структуре финансовой системы крупных государственных банков, при «нерыночном» стабильно низком курсе юаня по отношению к доллару США и «нерыночных» процентных ставках по депозитам и кредитам, при не очень развитом фондовом рынке.

Теперь, когда китайская экономика стала первой в мире с учетом ППС и переходит на качественно новый этап своего развития, монетарный механизм экономического роста меняется в «рыночном» направлении, но только постепенно и последовательно. Главная идея заключается в том, чтобы предоставить рынкам более значительную роль в экономике и перейти от модели, при которой центробанк принимает решения о размерах и стоимости кредитов, к модели, при которой инвесторы сами определяют денежные потоки и управляют затратами по займам. Между тем монетарные власти страны не выполняют безоглядно настойчивых рекомендаций международных финансовых институтов по ускоренному созданию более либеральной финансовой системы, но и не отвергают их с порога — они приспособливают монетарные инструменты, известные из западного опыта, к специфическим проблемам национального хозяйства по мере их испытания на практике и с учетом долгосрочных стратегических интересов развития страны.

7. Таким образом, Китай продолжает поступательное, полное вызовов и проблем, экономическое движение к «социализму с китайской спецификой», находясь на своей волне и исходя из собственного, основанного на тысячелетних конфуцианских традициях и современном опыте, понимания того, что есть «хорошо» и что есть «плохо» для страны и для ее экономики. И это, пожалуй, главное, что отличает Китай в современном глобализованном и одновременно таком разном и разделенном противоречиями мире.

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИКИ РОССИИ

Чтобы адекватно охарактеризовать особенности монетарного механизма развития экономики Российской Федерации (РФ) и современные тенденции его эволюции, в том числе под воздействием экономических санкций со стороны стран Запада, следует учитывать, что Россия — это одно из крупнейших и влиятельных государств мира. В настоящее время Россия занимает первое место на планете по территории и запасам природных ресурсов, второе — по мощности вооруженных сил¹, девятое — по численности населения.

Современное геополитическое положение страны, существенно сказывающееся на всех основных сферах ее жизнедеятельности (в том числе монетарной), определяется тем, что РФ, в соответствии с ст. 2 Договора о правопреемстве в отношении внешнего государственного долга и активов СССР (г. Москва, 4 декабря 1991 г.), является одним из государств-правопреемников Советского Союза, создание и функционирование которого, несомненно, имело всемирно-историческое значение. РФ унаследовала от СССР мощный военно-промышленный комплекс, дальнейшему развитию которого уделяется много внимания и ресурсов. Она является членом «ядерного клуба» и обладает сопоставимыми с США стратегическими ударными ядерными силами. Согласно Лиссабонскому протоколу (1992 г.), Белоруссия, Казахстан и Украина, на территории которых находилась часть ядерного вооружения СССР, после распада Советского Союза передали его РФ.

Среди главных факторов, определяющих геоэкономическое место страны в мире, — ее большой экологический потенциал. РФ занимает второе место в мире (после Бразилии с ее тропическими лесами) по показателю биологической устойчивости: полная биологическая емкость страны превышает пол-

¹ Global Firepower. (2017). 2016 World Military Powers. [online] Available at: <http://www.globalfirepower.com/countries-listing.asp>. — Accessed 19 Feb. 2017.

ный экологический след на 318 млн глобальных гектаров². Она входит в число наиболее водообеспеченных стран мира с мощными запасами пресной воды, нехватка которой уже в ближайшее время (до 2020 г.) станет одной из главных проблем человечества³.

Как уже отмечалось, Россия — самая богатая страна в мире по запасам природных ресурсов⁴ (прежде всего древесины (1,95 млрд акров) и энергетических ресурсов). Доказанные запасы природного газа составляют здесь 32,3 трлн м³ (или 17,3 % мировых запасов), нефти — 102,4 млрд баррелей (или 6 % мировых запасов)⁵. В 2015 г. по добыче нефти Россия занимала третье место в мире после США и Саудовской Аравии⁶, а по добыче природного газа — второе место после США⁷.

В экономическом отношении РФ является самой мощной из стран, которые вышли из состава бывшего СССР, но существенно отстает от мировых лидеров. Специалисты Всемирного банка отмечают: «Благодаря природным ресурсам, России удалось менее чем за десять лет добиться статуса экономики с высоким уровнем доходов, однако на фоне мирового экономического кризиса сырьевая модель роста обнажила структурные недостатки в экономике»⁸. Доля России в мировой экономике составляет немногим более 3 % с учетом ППС). По данным Всемирного банка, в 2015 г. РФ занимала среди стран мира шестое место по ВВП с учетом ППС и тринадцатое — по номинальному ВВП. При этом по ВВП на душу населения с учетом ППС Россия занимала сорок восьмое место в мире, а по номинальному ВВП на душу населения — шестидесятое.

Такая ситуация во многом обусловлена тем, что РФ использует свои богатые природные ресурсы в основном не для их глубокой переработки, а для

² Данилов-Данильян В. (2014). Экологический след современного человека и глобальные угрозы, с ним связанные / В. Данилов-Данильян, И. Рейф // Наука и жизнь, № 12, с. 8.

³ По данным UNESCO уже сейчас 780 млн чел. в мире не имеют доступа к чистой воде и почти 2,5 млрд — к водопроводам и канализации. (См.: Unwater.org. (2015). 2013 — United Nations International Year of Water Cooperation: Facts and Figures. [online] Available at: <http://www.unwater.org/water-cooperation-2013/water-cooperation/facts-and-figures/en/> [Accessed 8 Jan. 2015]).

⁴ 24/7 Wall St. (2015). The World's Most Resource-Rich Countries. [online] 247wallst.com. Available at: <http://247wallst.com/special-report/2012/04/18/the-worlds-most-resource-rich-countries/> [Accessed 22 Jun. 2015].

⁵ BP p.l.c. (2016). Statistical Review of World Energy 2016, 65th edition. — London: Pureprint Group Limited, UK, 44 pp.

⁶ В 2015 г. добыча нефти (включая сырую нефть, сланцевую нефть, нефтеносные пески и газоконденсаты) в США составила 12,7 млн баррелей в день, в Саудовской Аравии — 12,0 млн, в РФ — 11 млн баррелей. (См.: BP p.l.c. (2016)).

⁷ В 2015 г. добыча природного газа в США составила 767,3 млрд м³, в РФ — 573,3 млрд, в Иране — 192,5 млрд м³. (См.: BP p.l.c. (2016)).

⁸ Всемирный банк. (2014). Доклад об экономике России. Неопределенность экономической политики ограничивает горизонт роста. — Всемирный банк, Департамент по сокращению бедности и экономической политике региона Европы и Центральной Азии, сентябрь, № 32, с. 40.

экспорта сырьевых товаров (преимущественно топливно-энергетических). В 2016 г. в товарной структуре экспорта России доля минеральных продуктов составила почти 60 %⁹.

Поэтому многие проблемы российской экономики, а также экономической и монетарной политик определяются высокой зависимостью от волатильных товарно-сырьевых рынков мира.

Помимо указанных обстоятельств монетарная политика России определяется также тем, что она входит в число эмерджентных стран, то есть тех, которые уже обладают некоторыми характеристиками развитого рынка (в том числе в денежно-кредитной сфере), но не полностью соответствуют стандартам, чтобы считаться развитыми рыночными. Это, в частности, сказывается на деятельности Центрального банка РФ — главного эмиссионного и денежно-кредитного института страны, призванного во взаимодействии с правительством разрабатывать и реализовать единую государственную монетарную политику и наделенного для этого особыми полномочиями (в частности, правом эмиссии денежных знаков и регулирования деятельности банков). Согласно со статьей 3 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» целями деятельности Банка России являются: защита и обеспечение устойчивости рубля, развитие и укрепление банковской системы страны, обеспечение стабильности и развитие национальной платежной системы, развитие и обеспечение стабильности финансового рынка РФ¹⁰.

Современная монетарная политика Банка России направлена на минимизацию инфляции, содействие экономическому росту, поддержание валютного курса на экономически обоснованном уровне, стимулирование развития экспортоориентированных и импортозамещающих производств, пополнение валютных резервов страны¹¹. На практике она реализуется в условиях глобальной политико-экономической турбулентности, низких темпов роста мировой экономики, долгового бремени еврозоны, которые, в свою очередь создают проблемы для российского экспорта и динамики национального производства. На фоне вызванного этим сокращения поступлений валютных средств и ужесточения бюджетных ограничений ЦБ РФ предпринимал меры по увеличению денежного предложения за счет рефинансирования банковской системы, направленные на активизацию кредитования и поддержание внутреннего спроса. Но падение мировых цен на нефть, повлекшее за собой девальвацию рубля и удорожание кредитных ресурсов, а также экономические санкции против России в связи с аннексией Крыма и событиями на Востоке Украине, повлекшие за собой повышение цены внешних заимствований и сокращение инвестиций, обусловили сначала падение деловой активности и снижение

⁹ Росстат. (2017). Социально-экономическое положение России. 2016 год (уточненные итоги). — Федеральная служба государственной статистики (Росстат), с. 138.

¹⁰ Cbr.ru. (2015). Правовой статус и функции Банка России | Банк России сегодня | Банк России. [online] Available at: <http://www.cbr.ru/today/?PrtId=bankstatus> [Accessed 8 Jan. 2015].

¹¹ Cbr.ru. (2014). Доклад о денежно-кредитной политике. Декабрь. [online] Available at: http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2014_04_ddcp.pdf [Accessed 23 Dec. 2014].

темпов экономического роста, а затем и сокращение ВВП в 2015—2016 гг. В целом это свидетельствует о том, что нынешняя модель экономического развития России, которая базируется на сырьевой специализации, по мнению многих ученых и специалистов, уже исчерпала себя¹², а потому сейчас активно обсуждаются варианты ее новой экономической модели¹³.

Комплекс указанных факторов и просчеты в монетарной политике ЦБ РФ привели в конце 2014 г. к стремительному падению курса российского рубля по отношению к доллару США и к евро. Это стало угрозой для национальной экономической безопасности и показало наличие серьезных проблем в сфере монетарной политики, которые не сразу удалось преодолеть.

В силу похожих девальвационных процессов с украинской гривней и во многом аналогичной институциональной среды хозяйствования, обусловленной «эффектом колеи», а также специфики социально-экономических связей между странами анализ особенностей современного монетарного механизма экономического развития РФ в условиях глобальной финансовой нестабильности, его плюсов и минусов, действенности мер монетарной политики, реализуемых регулятором, заслуживает внимания.

5.1. СОВРЕМЕННЫЕ ОСОБЕННОСТИ МОНЕТАРНОГО МЕХАНИЗМА ЭКОНОМИКИ РОССИИ

Экономический и институциональный контексты действия монетарного механизма экономики России

Современные особенности развития России все еще в значительной степени определяются зависимостью от экономики и институтов планового хозяйства времен Советского Союза. Этому есть, как минимум, три причины.

Первая — материально-техническая — заключается в том, что до настоящего времени в РФ используются средства производства и инфраструктура, построенные в СССР. Вот, например, как характеризовал результаты рыночных реформ в России в 2005 г., то есть примерно через 15 лет после их начала, вице-президент холдинга «Русский алюминий» А. Лившиц: «Мы даже не отдаем себе отчета, что живем в социалистической стране. Олигархи зарабатывают деньги на социалистических заводах — они еще пока ничего сами не по-

¹² Глазьев С. (2011). О стратегии развития экономики России: препринт / С.Ю. Глазьев, В.В. Ивантер, В.Л. Макаров, А.Д. Некипелов, А.И. Татаркин, Р.С. Гринберг, Г.Г. Фетисов, В.А. Цветков, С.А. Батчиков, М.В. Ершов, Д.А. Митяев, Ю.А. Петров; под ред. С.Ю. Глазьева. — М.: ООИ РАН, 48 с.; Кудрин А. (2014). Новая модель роста для российской экономики / А. Кудрин, Е. Гурвич // Вопросы экономики, № 12, с. 4—36; Stolypinsky.club. (2017). Доклад «Экономика Роста» | Столыпинский клуб. Экспертная площадка рыночников-реалистов. [online] Available at: <http://stolypinsky.club/economica-rosta/> [Accessed 12 Jun. 2017].

¹³ Vestifinance.ru. (2017). Стратегии развития экономики России: какая лучше? [online] Available at: <http://www.vestifinance.ru/articles/82619> [Accessed 8 Jun. 2017].

строили. Свой товар возят по социалистическим рельсам, а ток — по социалистическим линиям электропередачи. Ремонтируют? Да, но не строят. Это все досталось от той страны, которой нет уже пятнадцать лет. А какого-то ввода мощностей мы не видим»¹⁴. Понятно, что с тех пор прошло еще более 10 лет, многое изменилось и много чего было построено. Но и материально-техническое наследие планового хозяйства остается еще очень значительным¹⁵, что накладывает определенные ограничения на выбор путей дальнейшего развития страны.

Вторая — социокультурная — связана с тем, что и сегодня политику государства (в том числе в сферах социально-экономической и денежно-кредитной) определяет влиятельное поколение лиц, которые выросли в СССР и сохранили соответствующие мировоззрение, ценности и социальные нормы. СССР воспроизводил и культивировал в основном такое мировоззрение, которое существенно отличалось от западного, теперь не популярного в России в связи с событиями последних лет. Российский экономист М. Хазин отмечал: «Если посмотреть на историю России, то четко видно, что у нас всегда были свои правила. На первом этапе — православные, на втором — коммунистические. Построенные на одной и той же, традиционной системе ценностей. ...Так вот, мы несли миру некие ценности, которые этим миром воспринимались достаточно благоприятно, что и позволяло нам много на что претендовать. Это и была, собственно, та «мягкая сила», которая позволяла России, а затем СССР быть великой державой»¹⁶. Теперь обновленные традиционные цивилизационные ценности под флагом евразийства вновь вышли на передний план¹⁷.

Третья — морально-этическая. В бывшем СССР уделялось много внимания проблемам морали и трудовой этике, формированию «культы труда». В то же время реальные условия хозяйственной деятельности были построены так, что вне зависимости от реального трудового вклада каждый работник из года в год получал все больше социально гарантированных благ, а повышение уровня и качества жизни было связано не столько с повышением заработной платы, сколько с возможностями участвовать в теневой распределительной системе¹⁸. Поэтому традиционная трудовая этика, ориентированная на удовлет-

¹⁴ Лившиц А. (2005). Сейчас единственный способ сохранить деньги — это их тратить! / А. Лившиц // Московский комсомолец, 8 июня, № 1670.

¹⁵ Характерный пример — планы правительства Москвы по реновации «хрущевок» — советских типовых серий жилых домов, массово строившихся в СССР с конца 1950-х годов. По всей РФ таких домов остается еще очень много. (См.: Vedomosti.ru. (2017). Хрущевки как повод для кризиса. [online] Available at: <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2017/05/10/689185-hrushevki> [Accessed 9 Jun. 2017]).

¹⁶ Хазин М. (2015). О чем не сказал Путин в своей «валдайской» речи | World Crisis. [online] Available at: <http://worldcrisis.ru/crisis/1683350> [Accessed 9 Jan. 2015].

¹⁷ Российская газета. (2013). Красные линии Владимира Путина. Президент России выступил на Валдайском форуме. [online] Available at: <http://www.rg.ru/2013/09/26/valdai.html> [Accessed 10 Jan. 2015].

¹⁸ Тяжелникова В. (2001). Отношение к труду в советский и постсоветский период / В.С. Тяжелникова // Социально-экономическая трансформация в России. Сер. «Научные доклады», вып.131. — М., с. 117.

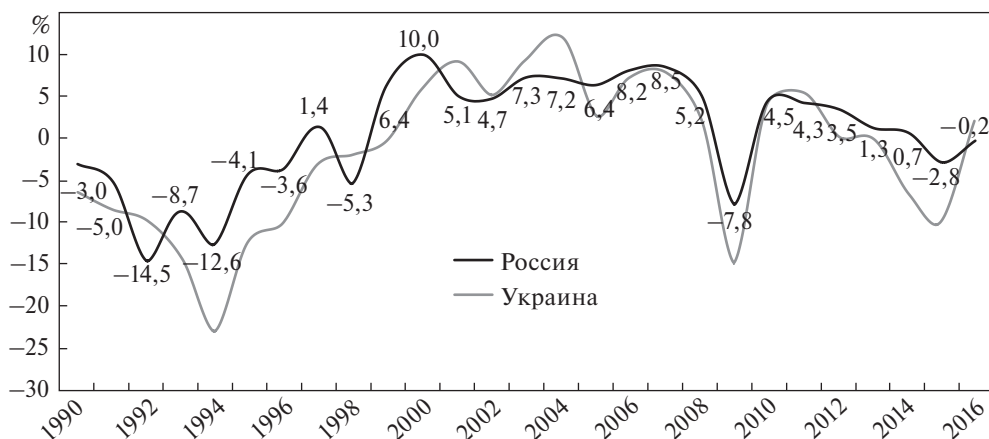


Рис. 5.1. Темпы роста ВВП России и Украины в 1990—2016 гг.
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

ворение скромных потребностей и пренебрежение накопительством, сохраняя свое значение среди широких слоев населения, а максималистская трудовая этика (как, например, протестантская¹⁹), ориентированная на получение высоких трудовых доходов и прибыли, на сбережения и инвестиции, развивалась в полукриминальной и криминальной среде²⁰. Отсюда — многие современные проблемы России, выражающиеся, с одной стороны, в том, что многие люди не желают участвовать в производительном труде, предпочитая выбор в пользу минимальных жизненных удобств, а с другой — в сформированных устойчивых традициях бизнеса пренебрегать государством и решать деловые вопросы методами коррупции.

Следствиями исторического отказа от плановых механизмов хозяйствования после распада СССР и применения шоковых методов рыночной трансформации экономики стали обвал объемов производства товаров и услуг, гиперинфляция, массовая безработица и обнищание населения в РФ (как, кстати, и в Украине, которая шла во многом похожим путем). Эти проблемы удалось частично решить только в начале XXI в. (рис. 5.1 и 5.2).

К тому времени уже был в основном сформирован новый — эмерджентный — хозяйственный механизм, способный относительно эффективно функ-

¹⁹ В отличие от протестантской трудовой этики, в православии считается, что «...труд сам по себе не является безусловной ценностью. ...Он становится благословенным, когда являет собой соработничество Господу и способствует исполнению Его замысла о мире и человеке. Однако труд не богоугоден, если он направлен на служение эгоистическим интересам личности или человеческих сообществ, а также на удовлетворение греховных потребностей духа и плоти». (См.: Патриархия.ru. (2005). Основы социальной концепции Русской Православной Церкви / Официальные документы / Патриархия.ru. [online] Available at: <http://www.patriarchia.ru/db/text/141422.html> [Accessed 31 Mar. 2015]).

²⁰ Тяжелыникова В. (2001), с. 118.

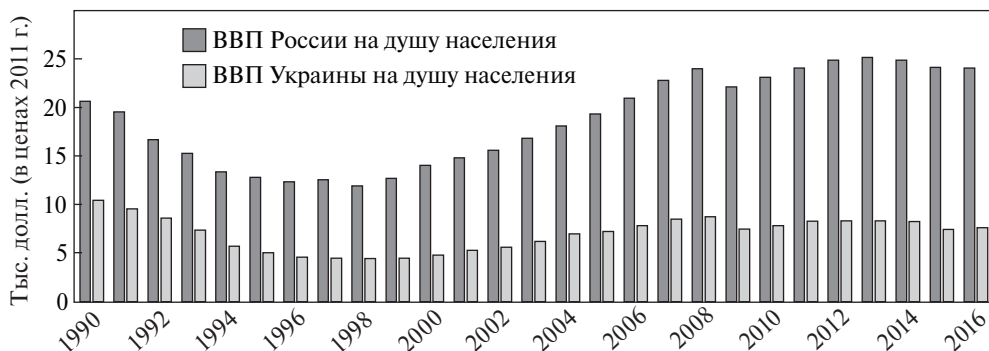


Рис. 5.2. ВВП России и Украины в расчете на душу населения с учетом ППС в 1990—2016 гг. Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

ционировать в рыночной среде, а экономические агенты в основном привыкли к новым условиям хозяйственной деятельности и сформировали соответствующие правила и рутины.

Однако, как оказалось, такой постсоветский эмерджентный хозяйственный механизм, в отличие, например, от эмерджентного китайского, построенного на конфуцианских принципах умеренности и гармонии в трансформации планового хозяйства, оказался ненадежным в условиях шоков внешнего происхождения. Это ярко продемонстрировали события кризисов 1998, 2008—2009 и 2014 гг., когда цены на энергоносители — основную статью российского экспорта — падали. В комплексе эти события свидетельствуют, что России не удалось избежать такого известного институционального феномена, как «ресурсное проклятие» (англ. resource curse), — явления в экономике, связанного с тем, что страны, обладающие значительными природными ресурсами, нередко менее экономически развиты, чем страны с их небольшими запасами²¹. Объяснение заключается в том, что повышение цен на сырье и увеличение объемов производства в добывающих отраслях приводят к росту реального валютного курса национальной денежной единицы, негативно воздействуя на развитие обрабатывающей индустрии, которая в современном мире является главным драйвером инноваций, а также в том, что ресурсное богатство нередко негативно влияет на качество государственных институтов²².

Между тем целесообразно отметить, что в период между финансово-экономическими кризисами 1998 и 2008—2009 гг. российская экономика демонстрировала хорошую динамику роста, обусловленную в том числе стабильно

²¹ *Auty R.* (1993). *Sustaining Development in Mineral Economies: The Resource Curse Thesis* / R.M. Auty. — London: Routledge, 1993; *Мовчан А.* (2009). Ресурсное проклятие и Россия. [online] Forbes.ru. Available at: <http://www.forbes.ru/column/32494-resursnoe-proklyatie-i-rossiya> [Accessed 22 Dec. 2014].

²² *De Rosa D.* (2012). Are Natural Resources Cursed? An Investigation of the Dynamic Effects of Resource Dependence on Institutional Quality / D. De Rosa, M. Ioott // World Bank Policy Research Working Paper, No 6151.

растущими ценами на энергоносители (с \$11/баррель за нефть марки Brent в январе 1999 г. до \$135/баррель в июне 2008 г.²³). С 2000 по 2008 г. ВВП РФ увеличился на 83 %, производительность труда — на 70 %, расходы на накопление основного капитала — в два раза²⁴.

После кризиса 2008—2009 гг. среднегодовые темпы экономического роста России, которые в 2000—2008 гг. составили 6,9 %, сократились до ≈1 %. В условиях замедления внешнего спроса произошло снижение инвестиционной деятельности. Так, темпы роста инвестиций в основной капитал сократились в 10 раз, чистый приток частного капитала сменился оттоком в абсолютном выражении (\$285 млрд за 2009—2013 гг.)²⁵. В совокупности это негативно повлияло на основные составляющие внутреннего спроса, вследствие чего экономика РФ сначала перешла на низкую и медленную траекторию роста²⁶, а затем скатилась в рецессию. При этом вектор институциональных реформ изменился — от формирования базовых институтов (Бюджетный, Налоговый и др. кодексы) и благоприятных условий для бизнеса (дебюрократизация, снижение налоговой нагрузки и т. д.) в 2000-х годах к усилению государственного участия в экономике (административное распределение финансовых ресурсов, формирование государственных корпораций и институтов развития) в 2010-х²⁷.

Что касается монетарной политики, то в РФ ответственность за нее возложена на Центральный банк (ЦБ) РФ (Банк России), который был основан 13 июля 1990 г. на базе Российского республиканского банка Госбанка СССР. Конституцией Российской Федерации (ст. 75) установлен особый правовой статус ЦБ РФ, определены его исключительное право на осуществление денежной эмиссии и основная функция — защита и обеспечение устойчивости рубля. Устав, цели деятельности, функции и полномочия Банка России определяются также Федеральным законом от 10 июля 2002 г. «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»²⁸ и другими федеральными нормативными актами.

Ключевой элемент правового статуса Банка России — принцип независимости, который проявляется, прежде всего, в том, что он выступает как особый институт, обладающий исключительным правом денежной эмиссии и организации денежного обращения. Центробанк не является органом госу-

²³ Nn.ru. (2015). Динамика цен на нефть Brent (ICE.Brent). [online] Available at: <http://www.nn.ru/biz/oil/> [Accessed 9 Jan. 2015].

²⁴ Кудрин А. (2014). Новая модель роста для российской экономики / А. Кудрин, Е. Гурвич // Вопросы экономики, № 12, с. 4.

²⁵ Там же, с. 5.

²⁶ Замараев Б. (2013). Замедление экономического роста в России / Б. Замараев, А. Киюцевская, А. Назарова, Е. Суханов // Вопросы экономики, № 8, с. 4–34.

²⁷ Лисин В. (2011). Институциональные ограничения современного экономического роста / В.С. Лисин, К.Э. Яновский и др. — М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 640 с.

²⁸ Consultant.ru. (2015). Федеральный закон от 10.07.2002 N 86-ФЗ (ред. от 29.12.2014) «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2015) (10 июля 2002 г.) / Консультант Плюс. [online] Available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_165306/ [Accessed 10 Jan. 2015].



Рис. 5.3. Динамика дефлятора ВВП и «широких» денег (агрегат М2) в России
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

дарственной власти, вместе с тем его полномочия по своей правовой природе относятся к функциям государственной власти, поскольку их реализация предполагает применение мер государственного принуждения.

В начале своей деятельности в первой половине 1990-х годов основными целями монетарной политики ЦБ РФ были снижение темпов инфляции (которая в то время достигала трех- и даже четырехзначных цифр — более 1500 % в 1992 г.) путем сжатия денежной массы, а также достижение финансовой стабилизации и обеспечения устойчивости платежного баланса страны (рис. 5.3).

В дальнейшем на первый план вышла задача стабилизации валютного курса, связанная с первым успехом макроэкономического регулирования — приростом ВВП в 1997 г. на 1,4 % после длительного периода экономического спада. Повышение цен на энергоносители в тот период способствовало успешному решению проблем покрытия дефицита федерального бюджета РФ и укрепления реального курса рубля. Но у регулятора возникла новая дилемма: сдерживать инфляцию, чтобы обеспечить благоприятные условия для экономического роста, или сдерживать курс рубля для поддержания конкурентоспособности национальных товаропроизводителей. Приоритет был отдан контролю за инфляцией, что впоследствии при завышенном курсе рубля и мягкой бюджетной политике повлекло за собой финансово-экономический кризис 1998 г. и стремительный обвал курса национальной валюты. Его внешними стимуляторами стали резкое снижение мировых цен на продукцию топливно-энергетического комплекса и азиатский финансовый кризис 1997—1998 гг.

Такой неблагоприятный ход событий заставил ЦБ РФ обратиться к политике скрытого субсидирования экспорта сырья посредством таргетирования обменного курса рубля с привязкой денежного предложения к притоку иностранной валюты. При этом «...курсовая политика Банка России на фоне последовательного подорожания нефти формировала ожидания стабильного

номинального курса рубля, в результате пересчитанные в рубли условия внешних заимствований выглядели чрезвычайно выгодными»²⁹.

В течение определенного периода (2000—2008 гг.) такая политика приносила свои плоды — в стране поддерживались приличные темпы роста экономики и контролируемая инфляция. Ее успеху способствовало также то, что российские власти различными способами сумели построить новые неформальные отношения с представителями крупного бизнеса и перенаправить значительную часть финансовых потоков от экспорта углеводородов (в том числе с помощью налога на добычу полезных ископаемых, введенного в 2002 г.) на нужды государства и формирования Стабилизационного фонда, а затем Резервного фонда и Фонда национального благосостояния России, которые «...уменьшали все виды макроэкономических рисков, обеспечивали повышение суверенных и корпоративных кредитных рейтингов и снижение стоимости заимствований для всех категорий российских заемщиков, тем самым дополнительно стимулируя рост»³⁰.

В результате в России постепенно сформировался своеобразный, ориентированный на внешние займы (а не на внутреннее рефинансирование), монетарный механизм экономического развития: «Пассивность проводимой денежно-кредитной политики, ее ориентация на ограничение количества денег, привязка их эмиссии к приросту валютных резервов и к удовлетворению спроса коммерческих банков на краткосрочную ликвидность сопровождаются повышением процентных ставок по сравнению с рентабельностью внутренне ориентированных отраслей. При этом недостаток долгосрочных кредитных ресурсов частично замещается иностранными источниками, доступными только крупным экспортоориентированным и торговым предприятиям. Следствиями этого становятся неконтролируемый рост внешнего долга и чрезмерная внешняя зависимость российской финансовой системы, негативным проявлением которой стало рекордное падение фондового рынка, инвестиций и производства вследствие мирового финансово-экономического кризиса. В сочетании со стерилизационными механизмами налогово-бюджетной политики это оборачивается неэквивалентным внешнеэкономическим обменом, в котором Россия теряет до 100 млрд долл., в том числе 30—35 млрд на разнице процентных ставок между привлекаемыми из-за рубежа ссудами и размещаемыми за рубежом средствами»³¹.

И кроме того, правительству не удалось устранить главный фундаментальный риск — недопустимо сильную связь курса рубля с неконтролируемыми правительством РФ ценами на нефть, которая ставит под вопрос эффек-

²⁹ Кудрин А. (2014). Новая модель роста для российской экономики / А. Кудрин, Е. Гурвич // Вопросы экономики, № 12, с. 9.

³⁰ Кудрин А. (2014), с. 8.

³¹ Глазьев С. (2013). О целях, проблемах и мерах государственной политики развития и интеграции / С.Ю. Глазьев. Научный доклад. — М.: Российская академия наук, Научный совет по комплексным проблемам евразийской экономической интеграции, конкурентоспособности и устойчивому развитию, с. 6—7.

тивность и стабильность нынешнего монетарного механизма экономического развития государства в целом, как это стало очевидно в связи с бурными событиями II полугодия 2014 г., когда цены на нефть обвалились вдвое — со \$114/баррель в июне до \$56/баррель в декабре³². Последствия этих событий рассмотрены далее.

Монетарное стимулирование экономики России в 2009—2016 гг. Влияние экономических санкций

Как уже отмечалось, особенностью современной российской модели денежно-кредитного регулирования является акцент на контроле за инфляцией со стороны ЦБ РФ, обусловленный особенностями процессов развития рыночных отношений в России и становления монетарного механизма экономического развития в докризисный (2000—2008 гг.) период³³:

формированием большей части денежной массы за счет внешних источников финансирования (заимствований частного сектора);

формированием доходов государства в основном за счет поступлений от сырьевого сектора экономики;

слабостью инфраструктурного развития финансовых институтов, их низкой конкурентоспособностью по сравнению с развитыми странами;

высокой степенью сегментации российской банковской системы с дифференциацией на классы и группы в зависимости от размера капитализации и активов.

Эти особенности определили специфику реагирования регулятора на мировой финансово-экономический кризис 2007—2008 гг., который перекинулся на Россию в 2008 г. и начался в ней как кризис частного сектора (в отличие от кризиса государственного сектора в 1998 г.), спровоцированный чрезмерными заимствованиями этого сектора в условиях сильного тройного шока: ухудшения условий внешней торговли, оттока капитала и ужесточения условий внешних заимствований³⁴.

Чтобы избежать массовых банкротств субъектов хозяйствования, ЦБ РФ вынужден был «накачивать» экономику ликвидностью, пытаясь разблокировать кредитные рынки и не допустить при этом чрезмерного ослабления рубля. В частности, им были приняты такие меры, как предоставление субординированного кредита Сбербанку (500 млрд руб.); размещение депозита в ВЭБ

³² Nn.ru. (2015). Динамика цен на нефть Brent (ICE.Brent). [online] Available at: <http://www.nn.ru/biz/oil/> [Accessed 9 Jan. 2015].

³³ *Ершов М.* (2008). Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России / М. Ершов // Вопросы экономики, № 12, с. 14—16; *Канылин В.* (2014). Развитие механизма рефинансирования в денежно-кредитной политике Банка России: автореф. дис. на соискание уч. степени канд. экон. наук: спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / В.А. Канылин. — М., 25 с.

³⁴ Всемирный банк. (2014). Доклад об экономике России. — Всемирный банк в России, март, № 18, с. 13.

для выдачи кредитов организациям (\$50 млрд); компенсация части убытков на рынке межбанковских кредитов; расширение инструментов рефинансирования; снижение нормативов обязательных резервов; выдача необеспеченных кредитов; повышение ставок по депозитам в ЦБ РФ³⁵. Однако все эти действия лишь частично влияли на денежную массу — главным образом, из-за значительного оттока капиталов и перевода средств населения в иностранную валюту³⁶. В 2008 г. Банк России частично ослабил валютную политику за счет расширения коридора допустимых колебаний стоимости бивалютной корзины (доллар—евро), а затем усилил денежно-кредитные условия, чтобы предотвратить сокращение валютных резервов, которые в марте 2009 г. уменьшились до \$380 млрд с рекордных \$580 млрд в сентябре 2008 г.³⁷

Результатом комплекса принятых мер (которые в целом обошлись государству более чем в 3 трлн руб.), в сочетании с возобновлением роста нефтяных цен, стало то, что до конца 2009 г. финансово-экономический кризис в РФ в основном удалось преодолеть, о чем официально заявило политическое руководство страны³⁸. Но при этом кризис проявил такие слабости российской финансовой системы, как высокая степень ее зависимости от неконтролируемых зарубежных источников финансовых ресурсов, недостаточность внутренних источников фондирования, чрезмерная спекулятивная направленность, которые впоследствии сыграли свою негативную роль.

По итогам I кв. 2010 г., по темпам роста ВВП (2,9 %) и промышленного производства (5,8 %) Россия вышла на второе место среди стран «Большой восьмерки», уступая только Японии³⁹.

Дальнейшая (после кризиса 2008—2009 гг.) модель денежно-кредитной политики РФ стала характеризоваться такими принципиальными моментами⁴⁰:

во-первых, поддержание процентных ставок денежного рынка (по которым банки кредитуют друг друга на короткие сроки) на определенном целевом уровне за счет установления ключевой ставки⁴¹ (для этого регулятор ис-

³⁵ Ершов М. (2008). Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России / М. Ершов // Вопросы экономики, № 12, с. 8.

³⁶ Всемирный банк. (2014), с. 9.

³⁷ Там же.

³⁸ Newsru.com. (2015). Путин представил в Госдуме отчет о работе правительства за 2009 год. [online] Available at: http://www.newsru.com/finance/20apr2010/putin_duma.html [Accessed 11 Jan. 2015].

³⁹ Новые Известия. (2015). РФ неплохо выглядит в G8, если не считать инфляцию. [online] Available at: <http://www.newizv.ru/economics/2010-05-24/126862-rf-neploho-vygljadit-v-g8-esli-ne-schitat-infljaciju.html> [Accessed 11 Jan. 2015].

⁴⁰ Юдаева К. (2014). О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации / К. Юдаева // Вопросы экономики, № 9, с. 6—8.

⁴¹ Ключевая ставка — это ставка, по которой ЦБ РФ предоставляет кредиты коммерческим банкам на одну неделю, и по которой он готов принимать средства от банков на депозиты. Она была введена ЦБ РФ 13.09.2013 г. С 1 января 2016 г. к ключевой ставке была «привязана» ставка рефинансирования РФ, по которой ЦБ РФ занимает деньги кредитным учреждениям (основана на ставке по кредиту «овернайт»).

пользует рефинансирование банков под залог ценных бумаг или кредитов заемщикам с высокой платежеспособностью; объемы таких операций лимитируются на основе мониторинга спроса и предложения ликвидности банков (объема средств на корреспондентских счетах) для удержания ставок на определенном уровне);

во-вторых, выбор в качестве целевого ориентира, на базе которого регулируются процентные ставки денежного рынка, уровня инфляции на среднесрочный период (в странах с эмерджентными рынками это, как правило, $\approx 4\%$), то есть таргетирования инфляции.

При этом имеется в виду использование трансформационного механизма, когда ЦБ РФ влияет на ставки денежного рынка, а они, в свою очередь воздействуют на другие кредитные и депозитные ставки в экономике, а также на валютный курс. Исходя из уровня ставок и динамики курса, экономические агенты принимают решения о сбережениях, инвестициях, потреблении и ценообразовании. Причем все эти решения тоже оказывают взаимное влияние, а потому воздействие денежно-кредитной политики центробанка на инфляцию происходит с определенным временным лагом.

Банк России также отошел от практики валютного обеспечения денежной эмиссии и стал осуществлять ее по каналам рефинансирования под обеспечение национальных заемщиков. Масштабные операции по рефинансированию ЦБ РФ проводил во II полугодии 2013 и в начале 2014 г.⁴² Трудности с внешним финансированием обусловили повышение спроса на финансовые ресурсы ЦБ РФ, в силу чего банковская система оказалась в зависимом положении от размеров и условий рефинансирования.

С ноября 2014 г. Банк России завершил переход к плавающему курсу рубля, демонтировав валютный коридор, существовавший в различных формах в течение почти 20 лет (с 1995 г.), когда регулятор проводил масштабные покупки или продажи валюты при выходе рубля за пределы установленного коридора. Переход к свободному курсу рубля знаменовал собой изменение финансовой парадигмы в России, т. е. организацию денежно-кредитного регулирования не за счет фиксации валютного курса, а через ключевую ставку и таргетирование инфляции.

Некоторые эксперты считали: «В результате реализации принятого решения формирование курса рубля будет происходить под влиянием рыночных факторов, что должно способствовать усилению действенности денежно-кредитной политики Банка России и обеспечению ценовой стабильности»⁴³.

Однако на практике все получилось не так гладко. Помешали, по меньшей мере, два фактора: падение мировых цен на нефть, от которых сильно зависит курс рубля (рис. 5.4), и экономические санкции против РФ в связи с событиями в Украине (табл. 5.1).

⁴² *Замараев Б.* (2013). Замедление экономического роста в России / Б. Замараев, А. Ключевская, А. Назарова, Е. Суханов // Вопросы экономики, № 8, с. 4–34; *Юдаева К.* (2014).

⁴³ ТАСС. (2014). ЦБ завершил переход к плавающему курсу рубля. [online] Available at: <http://itar-tass.com/ekonomika/1562762> [Accessed 24 Dec. 2014].



Рис. 5.4. Индекс цен на нефть и индекс реального эффективного валютного курса в России, 2000—2015 гг.

Источник: Группа Всемирного банка.

Таблица 5.1. Санкции против банков и компаний РФ

Группы	Субъекты санкций	Содержание санкций	Пути преодоления
Список SSI (секторальные санкции)	Государственные банки	Приостановлена возможность выходить на долговые рынки США и Европы; осталась возможность осуществления собственных и клиентских платежей	Изменение структуры баланса в направлении перехода на внутренние источники финансирования
Список SDN	Компании оборонного сектора, частные банки, к владельцам которых приняты персональные санкции	Запрет валютных платежей	Изменение географии бизнеса вследствие невозможности участия в трансграничных операциях
Мягкие санкции	Банки и компании, которые контактируют с контрагентами из санкционных списков	Изменение процедур контроля за оформлением сделок, задержка платежей, усиление процедур управления риском кредитных портфелей	Снижение присутствия на рынке РФ, пересмотр кредитных лимитов

Составлено по данным: Орлова Н. (2014). Финансовые санкции против России: влияние на экономику и экономическую политику / Н. Орлова // Вопросы экономики, № 12, с. 54—79.

Наибольший негативный эффект от санкций проявился на межбанковском валютном рынке, где вследствие запрета на доступ госбанков РФ как к «длинному» (от 90 дней), так и к «короткому» (до 30 дней) долговому финансированию сформировался дефицит долларовой ликвидности с учетом необходимости выплат по внешним долгам. Все это обусловило повышенное давление на валютный курс рубля в начале осени 2014 г.

На фоне ухудшения геополитической обстановки, действия западных санкций и падения цен на нефть к осени 2014 г. курс рубля по отношению к доллару и евро снизился более чем на 40 %. Пытаясь удержать рубль и уменьшить инфляцию, ЦБ РФ несколько раз повышал ключевую ставку. Наибольшим было повышение 16 декабря 2014 г. — сразу на 6,5 п. п. до уровня 17 %. Но даже такая экстраординарная мера не остановила атаку на рубль. В течение этого дня на Московской бирже курс доллара достигал 80 руб., а курс евро ненадолго превысил отметку в 100 руб. На фоне обвала рубля индекс РТС также упал более чем на 10 %. Позже курс доллара несколько снизился, и ситуацию в целом удалось частично стабилизировать.

Такое неблагоприятное развитие событий стало поводом для критики политики регулятора с позиций как ее целей, так и способов реализации⁴⁴.

Принципиальный аспект заключается в определении условий, когда следует применять меры монетарного стимулирования экономики⁴⁵. Считается, что они могут быть эффективны в случае циклического замедления экономического роста, сопровождающегося увеличением безработицы и сокращением инфляции. И наоборот, в случае структурных проблем (например, неблагоприятных демографических тенденций на фоне ослабления деловой активности) монетарное стимулирование чревато стагфляцией — неблагоприятной макроэкономической ситуацией, при которой экономический спад и депрессивное состояние экономики (стагнация и рост безработицы) сочетаются с инфляцией.

С точки зрения ЦБ РФ, нынешнее замедление экономического роста в стране носит преимущественно структурный характер, поскольку, по его оценкам, незагруженных мощностей почти не осталось, а безработица в России находится на минимальном уровне⁴⁶. Тем не менее, у критиков есть аргументы в пользу того, что замедление развития российской экономики обусловлено не только структурными факторами, но и циклическими (в связи со значитель-

⁴⁴ Апокин А. (2014). О фундаментальных недостатках современной кредитно-денежной политики / А. Апокин, Д. Белоусов, И. Голощапова, И. Ипатов, О. Солнцев // Вопросы экономики, № 12, с. 80—100; Глазьев С. (2014). Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике / С. Глазьев // Вопросы экономики, № 9, с. 13—29; Ершов М. (2014). Какая экономическая политика нужна России в условиях санкций / М. Ершов // Вопросы экономики, № 12, с. 37—53; Юдаева К. (2014). О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации / К. Юдаева // Вопросы экономики, № 9, с. 4—12.

⁴⁵ Юдаева К. (2014), с. 4—5.

⁴⁶ Апокин А. (2014), с. 81.

ными масштабами скрытой безработицы, наличием свободных мощностей в отдельных отраслях и регионах). Понятно, что в такой ситуации стимулировать спрос надо очень осторожно, но и охлаждать его также нельзя⁴⁷, поскольку вследствие этого экономика может впасть в стагнацию или даже в рецессию.

Еще один аспект критики денежно-кредитной политики ЦБ РФ — это ее направленность на сдерживание инфляции при игнорировании целей экономического роста⁴⁸. В частности, аргументируется, что руководство ЦБ РФ при регулировании денежного предложения воспринимает его только как способ ограничения инфляции, не особо озабочиваясь проблемой трансформации предложения в кредитование расширенного воспроизводства, внедрение достижений НТП, реализацию инвестиционных проектов по модернизации производства и т. п. Ряд российских экономистов уже не первый год обосновывают, что денежное предложение должно формироваться только во взаимосвязи с целями экономического развития, причем на основе внутренних источников денежной эмиссии⁴⁹.

По мнению некоторых экспертов, действия Банка России в 2014 г. были запоздалыми, половинчатыми и недостаточно адекватными. В частности, им не были приняты своевременные меры для замещения западного финансирования⁵⁰. Так, несмотря на имеющуюся информацию о неизбежности возникновения дефицита валюты из-за подхода сроков погашения внешних долгов, руководство ЦБ РФ своевременно не создало условий для насыщения рынка валютой. Свop-линии были внедрены в сентябре, но на короткий срок, по высоким ставкам и без консультаций с участниками рынка. В октябре было введено валютное РЕПО на неделю и на 28 дней с лимитами в \$1,5 млрд и \$2 млрд, но, опять-таки, по высоким ставкам. ЦБ исправился только в начале ноября, когда были введены годовичные РЕПО с лимитом в \$10 млрд за каждый аукцион, с общим лимитом в \$50 млрд и по приемлемым ставкам.

В предвидении масштабной спекулятивной атаки на рубль ЦБ РФ мог также использовать проверенные способы регулирования — временное повышение гарантийных обеспечений на фьючерсном рынке вплоть до 50 % или даже 100 % стоимости базового контракта (чтобы убрать с рынка маргинальные позиции) и/или введение временных ограничений на валютные позиции, не обеспеченные инвестиционными контрактами, финансированием конкретных проектов и др.

В любом случае политика центробанка должна быть более прозрачной и предсказуемой, поскольку у экономических агентов, как правило, нет четких представлений о правилах принятия решений ЦБ РФ⁵¹, а это, в свою очередь, заставляет их страховаться на случай различных неожиданностей и запасаться

⁴⁷ Там же, с. 98.

⁴⁸ Глазьев С. (2014).

⁴⁹ Stolypinsky.club. (2017); Глазьев С. (2011); Глазьев С. (2014).

⁵⁰ Рыков П. (2014). Хроника ошибок Центробанка. [online] gazeta.Ru. Available at: http://www.gazeta.ru/growth/2014/11/26_a_6315845.shtml?_sbrid_=14a5e05a581a1835f6635c57d136a42e__VGiRAA [Accessed 18 Dec. 2014].

⁵¹ Апокин А. (2014), с. 93–98.

валютой сверх реальных потребностей. Поэтому Банку России так важно больше внимания уделять внедрению различных форм публичных заявлений о политике, которые будут способствовать уменьшению разрыва между ожиданиями хозяйствующих субъектов и реалиями монетарной политики, повышению доверия со стороны участников рынка к действиям регулятора, критически важному с позиций формирования устойчивых «длинных правил» поведения в экономике.

В начале 2015 г. для купирования негативных последствий от резкого снижения цен на нефть и от введения санкций, Россия сократила реальные расходы в бюджете 2015 г. (в том числе за счет ограничения индексации заработной платы) и приняла антикризисный план действий на \$40 млрд (или 3 % ВВП)⁵². Он предусматривал масштабную рекапитализацию банков, перераспределение бюджетных расходов на приоритетные сферы (включая индексацию пенсий, поддержку определенных секторов экономики, выделение бюджетных кредитов регионам, федеральные кредитные гарантии и использование средств Фонда национального благосостояния для поддержки системно значимых предприятий и банков). В результате в 2015 г. дефицит бюджета возрос до 2,6 % ВВП (по сравнению с 0,5 % ВВП в 2014 г.) и в 2016 г. — до 3,5 % ВВП. Для его финансирования власти использовали средства Резервного фонда, которые сократились с \$88 млрд в конце 2014 г. до \$50 млрд в конце 2015 г. и \$16 млрд в конце 2016 г.⁵³

Следствием организации управления денежным предложением за счет ключевой ставки, перехода на плавающий валютный курс и инфляционного таргетирования, а также принятия некоторых других мер, которые обычно связывают с именем Э.Набиуллиной — Председателя ЦБ РФ с июня 2013 г., стало постепенное уменьшение волатильности рубля и инфляции, которая по итогам 2016 г. составила 5,4 %⁵⁴.

В целом, как отмечено в отчете ЦБ РФ⁵⁵, 2016 г. стал годом стабилизации российской экономики и ее финансовой сферы, перехода от спада к восстановительному росту. При этом замедление инфляции происходило на фоне восстановления экономической активности, снижения долгосрочных процентных ставок. По мнению регулятора, все это свидетельствовало о том, что укрепились уверенность бизнеса в завтрашнем дне и его готовность к долгосрочным вложениям. Однако политика центробанка имела не только позитивные результаты. Как правило, в числе ее наиболее серьезных негативных последствий называют очень дорогие кредиты. Поэтому важно учитывать весь спектр итогов в комплексе, а также действенность мер монетарной политики ЦБ РФ.

⁵² Группа Всемирного банка. (2016). Российская Федерация. Пути достижения всеобъемлющего экономического роста. — М., с. 34.

⁵³ Минфин России. (2017). Объем средств Резервного фонда. [online] Minfin.ru. Available at: <http://minfin.ru/ru/performance/reservefund/statistics/volume/> [Accessed 9 Jun. 2017].

⁵⁴ Росстат. (2017), с. 190.

⁵⁵ Центральный Банк Российской Федерации. (2017). Годовой отчет Банка России за 2016 г. — М., с. 9.

5.2. ДЕЙСТВЕННОСТЬ МОНЕТАРНОГО МЕХАНИЗМА ЭКОНОМИКИ РОССИИ

Динамика процентных ставок

В период финансово-экономического кризиса 2008—2009 гг. и после его завершения основным инструментом регулирования монетарных процессов ЦБ РФ была ставка рефинансирования (рис. 5.5). Позже, как уже отмечалось, на смену ей пришла ключевая ставка (с 13.09.2013 г. — рис. 5.6).

Общая логика использования этого регуляторного инструмента заключается в том, что ставка повышается в кризисные периоды, как это было со ставкой рефинансирования в 1998—1999 гг. (рис. 5.5), когда ее меняли в сторону повышения 6 раз — с 10 % (ставка действовала с 19.06.2007 г. до 03.02.2008 г. включительно) до максимального уровня в 13 % (ставка действовала с 01.12.2008 г. до 23.04.2009 г. включительно). Это делалось для того, чтобы удержать инфляцию и укрепить национальную валюту, хотя такие действия оказывали негативное влияние на развитие национального производства, поскольку кредитные ресурсы для субъектов хозяйствования дорожали.

Исходя из негативной экономической динамики 2014 г., которая характеризовалась инфляционными и девальвационными тенденциями, ЦБ РФ поднимал ключевую ставку 6 раз: 03.03.2014 г. — до 7 % (до этого действовала ставка 5,5 %), с 25.04.2014 г. — до 7,5 %, с 28.07.2014 г. — до 8,0 %, с 05.11.2014 г. — до 9,5 %, с 12.12.2014 г. — до 10,5 % и, наконец, с 16.12.2014 г. — до рекордных 17 % (рис. 5.6). Мотивируя свое последнее решение, регулятор отмечал, что оно «...обусловлено необходимостью ограничить существенно возросшие в последнее время девальвационные и инфляционные риски. В целях усиления действенности процентной политики кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами, на срок от 2 до 549 дней с 16 декабря 2014 года будут предоставляться по плавающей процентной ставке, установленной на уровне ключевой ставки Банка России, увеличенной на 1,75 п. п. (ранее данные кредиты на срок от 2 до 90 дней предоставлялись по фиксированной ставке)»⁵⁶.

Однако, по мнению некоторых аналитиков, такие действия ЦБ РФ больше напоминали не продуманные плановые меры по предотвращению рецессии, а паническую реакцию на серьезное падение рубля⁵⁷ — тем более, что, как показали дальнейшие события, ни курс рубля, ни инфляцию удержать под надежным контролем ему не удалось.

Принятые регулятором меры оказали соответствующее влияние на динамику процентных ставок по кредитам и депозитам (рис. 5.7). В частности, последнее повышение Банком России ключевой ставки до 17 % сразу привело к резкому сжатию кредитования инвестиционных проектов. При этом крупные

⁵⁶ Cbr.ru. (2014). О ключевой ставке Банка России и других мерах Банка России. [online] Available at: http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=16122014_004533dkp2014-12-16T00_39_23.htm [Accessed 14 Jan. 2015].

⁵⁷ Gazeta.ru. (2014). ЦБ ставит на повышение. [online] Available at: <http://www.gazeta.ru/business/2014/12/16/6343973.shtml> [Accessed 18 Dec. 2014].

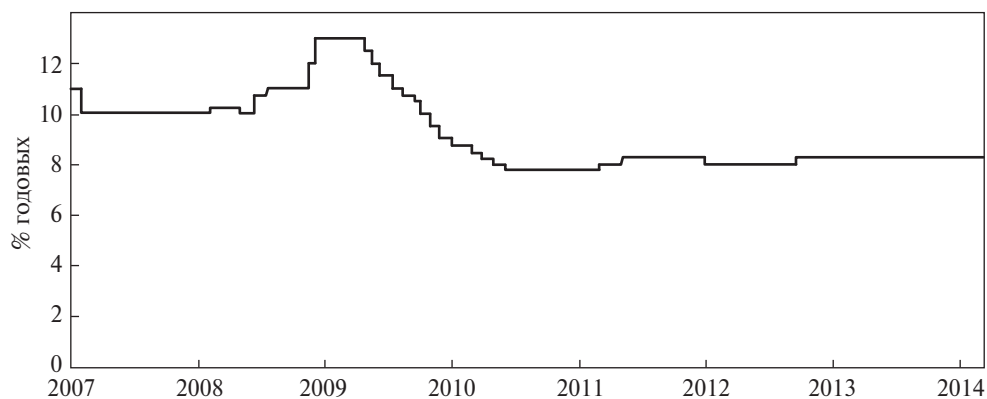


Рис. 5.5. Динамика ставки рефинансирования ЦБ РФ в 2007—2014 гг. (%) по состоянию на 1 января соответствующего года

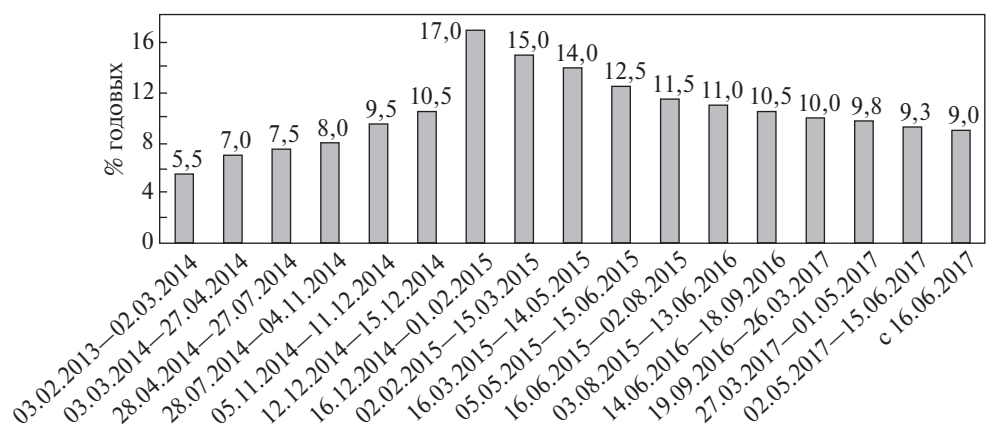


Рис. 5.6. Динамика ключевой ставки ЦБ РФ в 2013—2017 гг. (%)

Составлено по данным: Официальный сайт ЦБ РФ: <http://www.cbr.ru/statistics/>.

банки начали повышать ставки по ранее выданным кредитам. А займы, если и выдавались, то под высокий процент (ставки по кредитам для крупного бизнеса выросли с предкризисных 14—16 % годовых до 20—30 % и даже больше⁵⁸), вследствие чего многие предприятия оказались на грани дефолта⁵⁹.

Позднее, в 2015 г., когда ситуация стабилизировалась, центробанк стал постепенно снижать ключевую ставку. Ввиду ослабления инфляционных рисков при сохранении рисков существенного охлаждения экономики 30.01.2015 г. она была снижена с 17 до 15 % годовых, 13.03.2015 г. — до 14 %, 30.04.2015 г. — до 12,5 % и 03.08.2015 г. — до 11 % годовых. В последующие годы, как уже от-

⁵⁸ Мурычев А. (2015). Монетарные инструменты не работают. [online] Available at: <http://izvestia.ru/news/582084> [Accessed 22 Jan. 2015].

⁵⁹ Лобыкин А. (2015). Цена лекарства от дефолта. [online] Available at: <http://expert.ru/2015/01/16/tsena-lekarstva-ot-defolta/> [Accessed 20 Jan. 2015].

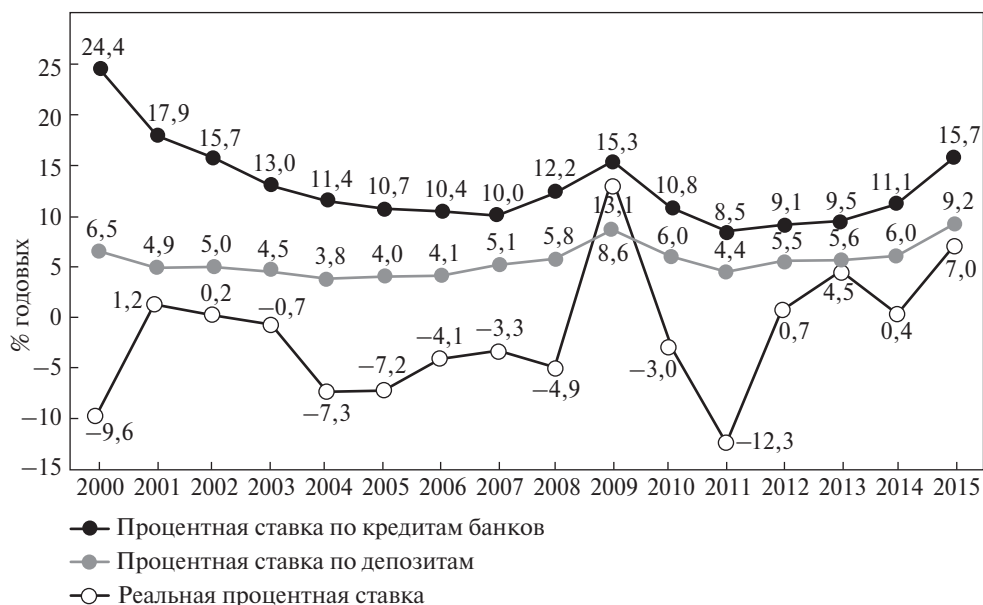


Рис. 5.7. Динамика процентных ставок в кредитных учреждениях РФ
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

мечалось, процесс постепенного снижения ключевой ставки продолжился, и в начале 2017 г., впервые за несколько последних лет, ее величина составила менее 10 %. Между тем проценты по кредитам для экономических субъектов остаются высокими. По оценкам специалистов Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, при текущих ставках инвестиции в большинстве секторов экономики не являются экономически целесообразными (в среднем)⁶⁰, что, в свою очередь, негативно сказывается на темпах восстановления кредитования и экономики России в целом.

Это с одной стороны. А с другой стороны, как считает регулятор⁶¹, преждевременное, недостаточно обоснованное снижение ключевой ставки могло привести к снижению привлекательности отечественных активов, ослаблению рубля, ускорению инфляции и росту связанной с ней неопределенности, что в комплексе неблагоприятно повлияло бы на принятие инвестиционных решений. Кроме того, следствиями такого стимулирования кредитования стали бы чрезмерный рост долговой нагрузки, а также накопление дисбалансов в финансовой сфере. Поэтому Банк России в течение последних лет предпочитает придерживаться взвешенного подхода при принятии решений в сфере денежно-кредитной политики.

⁶⁰ Институт экономики роста им. Столыпина П.А. (2017). Денежно-промышленная политика, с. 4. [online] Available at: <http://институтроста.рф/upload/iblock/aff/strategiya-rosta-28.02.2017.pdf> [Accessed 15 Jun. 2017].

⁶¹ Центральный Банк Российской Федерации. (2017), с. 73.

Кредитование

После финансово-экономического кризиса 2008—2009 гг., который сопровождался обвалом курса рубля, монетарная система России стала медленно поправляться, что проявилось в том числе в некотором росте объемов и темпов кредитования нефинансовых корпораций и домохозяйств в 2010—2013 гг. при уменьшении просроченной задолженности по кредитам. При этом общий уровень кредитования российской экономики (объем выданных кредитов по отношению к ВВП) был и остается невысоким — менее 60 % ВВП, что существенно ниже, чем в других рассматриваемых странах (рис. 5.8), а также в целом в мире: по данным Всемирного банка, в 2015 г. соответствующий средний показатель по всему миру составил 128 %. В свою очередь, это не лучшим образом сказывается на темпах восстановления российской экономики.

В 2014 г. ситуация в этой сфере опять ухудшилась. Темпы роста объемов кредитования стали постепенно уменьшаться, а общая сумма просроченной задолженности по кредитам, предоставленным юридическим лицам—резидентам и частным предпринимателям, — наоборот, возрастать (рис. 5.9 и 5.10).

Если по состоянию на 01.01.2014 г. сумма такой задолженности составляла 861 млрд руб., то на 01.12.2014 г. — уже 1030 млрд руб. (т. е. в 1,2 раза больше). Еще хуже положение с просроченной задолженностью по кредитам, предоставленным физическим лицам: по данным ЦБ РФ, за период с 01.01.2014 г. по 01.12.2014 г. в рублях она выросла в 1,5 раза, а в иностранной валюте — в 1,4 раза.

Важным фактором подобного состояния дел стала закредитованность населения. Каждый десятый клиент российских банков, который обратился за заемными средствами в 2014 г., уже имел не менее четырех действующих кредитов.

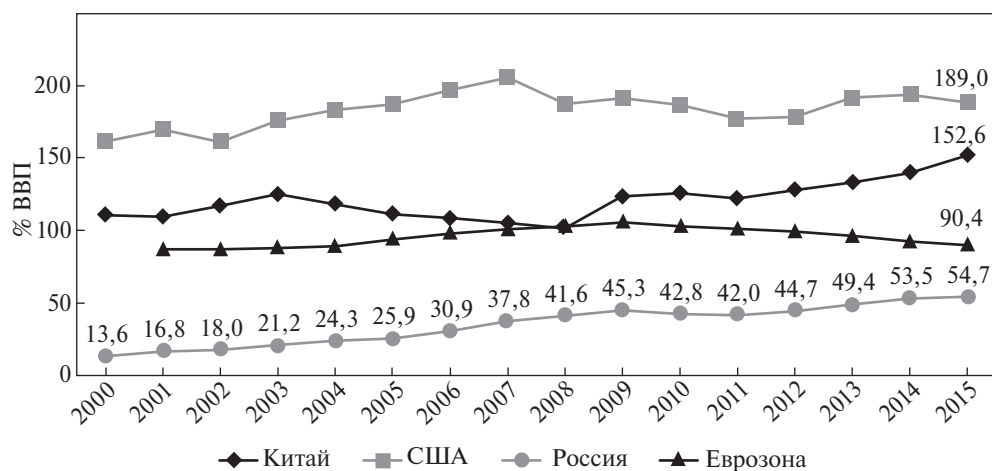


Рис. 5.8. Внутренние кредиты, предоставленные частному сектору экономики финансовыми корпорациями (банками, финансовыми и лизинговыми компаниями, страховыми корпорациями, пенсионными фондами и др.) в отдельных странах мира

Составлено по данным: Databank.worldbank.org, World Development Indicators.

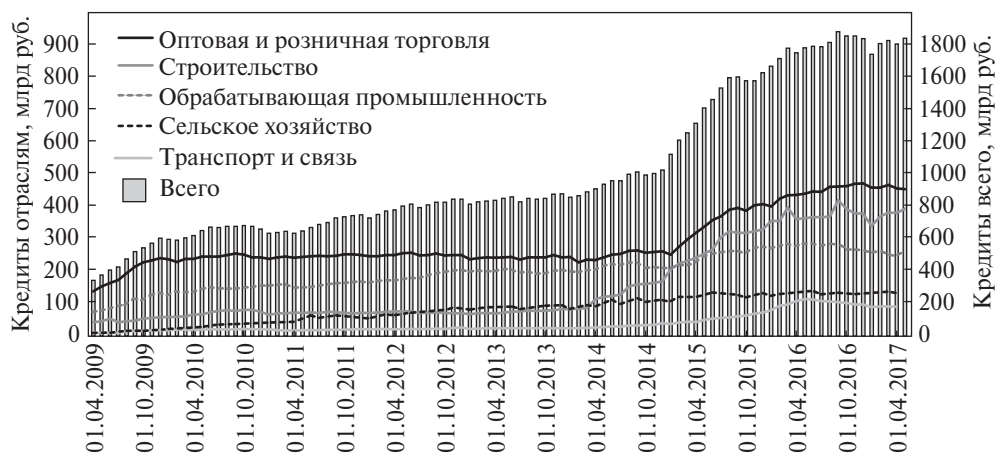


Рис. 5.9. Просроченная задолженность по кредитам, предоставленным юридическим лицам — резидентам и частным предпринимателям в рублях

Составлено по данным: Официальный сайт ЦБ РФ: <http://www.cbr.ru/statistics/>.



Рис. 5.10. Отдельные показатели по просроченным займам, предоставленным физическим лицам в РФ, по состоянию на 1 января соответствующего года

Составлено по данным: Официальный сайт ЦБ РФ: <http://www.cbr.ru/statistics/>.

А еще в начале 2012 г. таких было всего 5 % общего количества граждан, подавших кредитную заявку. Одновременно снизилась доля граждан из числа обратившихся в банк, которые на тот момент не имели ни одного действующего кредита: если в начале 2012 г. их было больше половины (54 %), то к концу 2014 г. — только около 1/3⁶².

⁶² Новости Mail.Ru. (2014). Просрочка по кредитам россиян обновила трехлетний максимум. [online] Available at: <https://news.mail.ru/economics/20337153/> [Accessed 22 Jan. 2015].

В то же время целесообразно подчеркнуть, что обострение кризиса в последние месяцы 2014 г. было связано не только с новыми проблемами, но и с новыми возможностями. В частности, как отмечал известный французский экономист Ж. Сапир, западные санкции и девальвация рубля создают хорошие предпосылки для ускорения роста российской экономики на ближайшие годы под влиянием процесса импортозамещения. Однако «...запуск этого механизма невозможен без инвестиций. Рассуждая теоретически, компании могут полагаться не на ставшие запредельно дорогими заемные источники финансирования, а на собственные ресурсы, в частности на прибыль. Но номинальный объем прибыли может быть достаточным для инвестиций только в условиях высокой инфляции, вероятно на уровнях выше 20 процентов в год, что представляется все же неприемлемым. Поэтому рассчитывать на активизацию инвестиций в импортозамещение можно только при возврате базовой ставки ЦБ к уровню инфляции и существенном снижении рыночных кредитных ставок»⁶³.

В конце 2014 г. Банк России заявлял, что он будет готов на смягчение денежно-кредитной политики только при формировании устойчивой тенденции к снижению инфляции и инфляционных ожиданий⁶⁴. Однако уже в начале 2015 г. он несколько скорректировал свою позицию и стал заявлять также о важности учета рисков существенного охлаждения экономики. Последовавшие решения центробанка о снижении ключевой ставки, несомненно, оказали позитивное влияние на возобновление кредитования. Постепенному улучшению ситуации в этой сфере способствовало также решение правительства РФ о внесении изменений в программу поддержки инвестиционных проектов, реализуемых в России на основе проектного финансирования, согласно которому размер процентной ставки по кредитам для участников программы не должен превышать уровень ставки рефинансирования ЦБ плюс 2,5 % годовых (с сентября 2012 г. ставка рефинансирования составляла 8,25 %) (тогда как по прежним правилам размер процентной ставки по кредиту для отобранного инвестиционного проекта не должен был превышать уровень ключевой ставки ЦБ плюс 1 % годовых). Приоритетными направлениями инвестиций были объявлены производство оборудования для топливно-энергетического комплекса, создание новых материалов для жилищного строительства, авиа- и судостроения, разработка передовой машинотехнической продукции и автокомпонентов. Для победителей программы в 2015 г. предусматривались государственные гарантии по кредитам на 125 млрд руб.⁶⁵.

⁶³ Сапир Ж. (2014). Политика ЦБ является камнем преткновения на пути экономической либерализации России. [online] Available at: <http://expert.ru/expert/2015/01/politika-tsb-yavlyaetsya-kamnem-pretkoveniya-na-puti-ekonomicheskoy-liberalizatsii-rossii/> [Accessed 13 Jan. 2015].

⁶⁴ Cbr.ru. (2014). О ключевой ставке Банка России. [online] Available at: http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=11122014_133014dkp2014-12-11t13_08_33.htm [Accessed 22 Jan. 2015].

⁶⁵ Лобыкин А. (2015). За льготным кредитом выстроилась очередь инвестпроектов. [online] Expert.ru. Available at: <http://expert.ru/2015/02/26/za-lgotnyim-kreditom-vyistroyilas-ochered-investproektov/> [Accessed 14 May 2015].

В конце 2015 — начале 2016 г. произошел очередной обвал нефтяных цен на международных рынках, сопоставимый по масштабам с предыдущим «нефтяным шоком» конца 2014 — начала 2015 г. (на некоторое время цена нефти марки «Юралс» опускалась до менее \$30 долл. за баррель⁶⁶). Также динамику к понижению демонстрировали мировые цены на большинство других сырьевых товаров, имеющих весомую долю в российском экспорте. В такой ситуации Банк России продолжал проводить умеренно жесткую денежно-кредитную политику в рамках режима таргетирования инфляции в сочетании с плавающим валютным курсом национальной валюты⁶⁷. Это позволило сохранить ценовую и финансовую стабильность в стране и в значительной степени купировать негативное влияние внешних факторов⁶⁸.

Между тем доступность кредитов в РФ остается низкой. По данным Всемирного экономического форума, в 2016 г. по такому критерию, как простота доступа к кредитам (англ. ease of access to loans) Россия занимала 116-е место в мире среди 138 стран⁶⁹. В силу этого, а также с учетом принципиально осторожной политики регулятора в отношении ключевой ставки важное значение для улучшения положения дел в данной сфере имеют дальнейшее расширение специализированных каналов рефинансирования ЦБ РФ, субсидии на покрытие процентных ставок и государственные гарантии.

Фондовый рынок

Экономика России относится к числу формирующихся рынков (англ. emerging market) с характерными страновыми рисками и высокими доходностями ценных бумаг. С одной стороны, при относительно стабильных условиях развития, это, как правило, привлекает зарубежных инвесторов, которые готовы терпеть высокие риски ради доходности, превышающей среднемировую. Но, с другой стороны, в периоды кризисных явлений, как только начинается спад, они резко закрывают свои позиции, усиливая и без того высокую цикличность рынков.

В связи с уверенным ростом российской экономики в начале XXI в. и стабильной ситуацией в монетарной сфере фондовый рынок РФ получил импульс для ускоренного развития. Приблизительно с середины 2000-х годов на этом рынке наблюдались позитивные изменения: росли объемы продаж, повысилась ликвидность, улучшилась информационная прозрачность участников, существенно усовершенствовались нормативная база функционирования и механизмы защиты прав инвесторов.

⁶⁶ Банк России. (2016). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов. — М.: Центральный Банк Российской Федерации, с. 15.

⁶⁷ Там же, с. 16.

⁶⁸ World Economic Forum. (2016). The Global Competitiveness Report 2016—2017. — Geneva, the World Economic Forum, p. 308.

⁶⁹ World Economic Forum. (2016), p. 309.

Таблица 5.2. Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования в РФ

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Инвестиции в основной капитал:										
всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
в т. ч.										
собственные средства	40,4	39,5	37,1	41,0	41,9	44,5	45,2	45,7	50,2	51,8
привлеченные средства	59,6	60,5	62,9	59,0	58,1	55,5	54,8	54,3	49,8	48,2
из них:										
бюджетные	21,5	20,9	21,9	19,5	19,2	17,9	19,0	17,0	18,3	16,0
кредиты банков	10,4	11,8	10,3	9,0	8,6	8,4	10,0	10,6	8,1	10,5
от выпуска корпоративных облигаций	0,1	0,1	0,1	0,01	0,00	0,04	0,02	0,1
от эмиссии акций	1,8	0,8	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1

Источник: Федеральная служба государственной статистики: <http://www.gks.ru/>

Однако, что касается влияния фондового рынка на реальные экономические процессы, то оно было и остается весьма ограниченным, поскольку этот рынок все еще мелкий, спекулятивный и структурно несбалансированный: на долю нефтегазовых предприятий и связанных с ними компаний приходится 2/3 капитализации фондового рынка⁷⁰, что, в свою очередь, усиливает влияние внешних нефтяных шоков на внутреннюю экономику.

Как известно, в развитых странах (особенно с рыночным (англ. market based) типом финансовой системы) фондовый рынок используется в качестве важного механизма привлечения инвестиционного капитала. В экономике России этот механизм почти не работает. В структуре источников финансирования капитальных вложений в РФ средства от эмиссии корпоративных облигаций и выпуска акций занимают $\approx 1\%$ (табл. 5.2), тогда как, например, в США — около 50 %⁷¹.

С одной стороны, это уменьшает возможности субъектов хозяйствования в выборе альтернативных источников финансирования развития. Но, с другой стороны, в периоды кризисов в экономике, когда фондовый рынок вступает в полосу высокой волатильности (как это было в 2009 и 2014 гг. — рис. 5.11), его негативное влияние на экономику страны ограничено, что позволяет лучше контролировать ситуацию.

Как свидетельствуют приведенные на рис. 5.11 данные, индексы РТС и ММВБ оказались весьма чувствительны к кризисным явлениям в экономике

⁷⁰ Группа Всемирного банка. (2016), с. 33.

⁷¹ Замараев Б. (2013). Замедление экономического роста в России / Б. Замараев, А. Ключевская, А. Назарова, Е. Суханов // Вопросы экономики, № 8, с. 15.

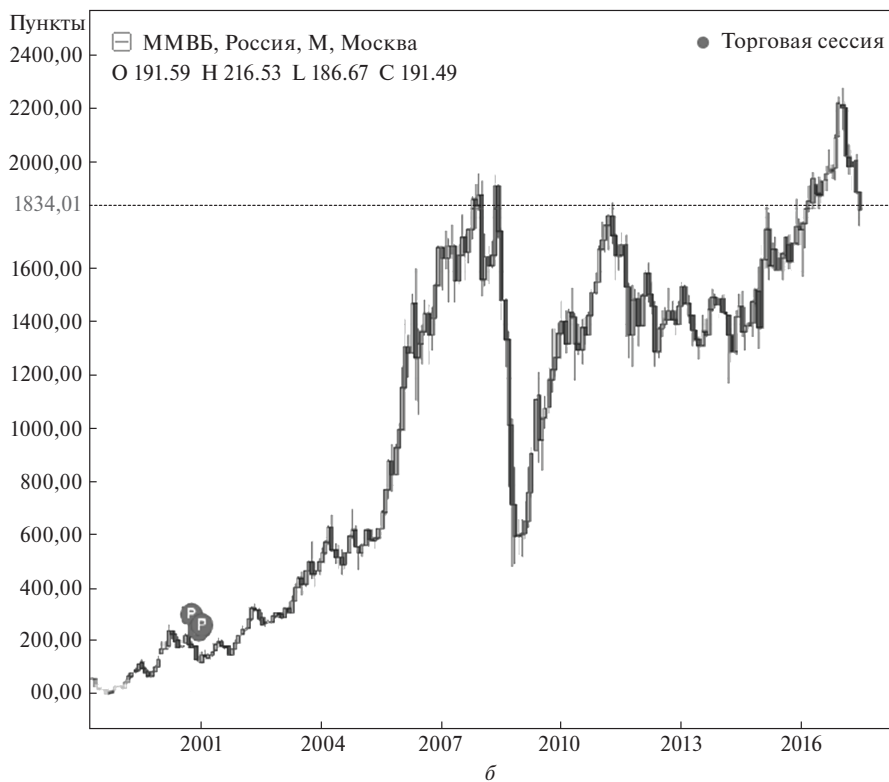
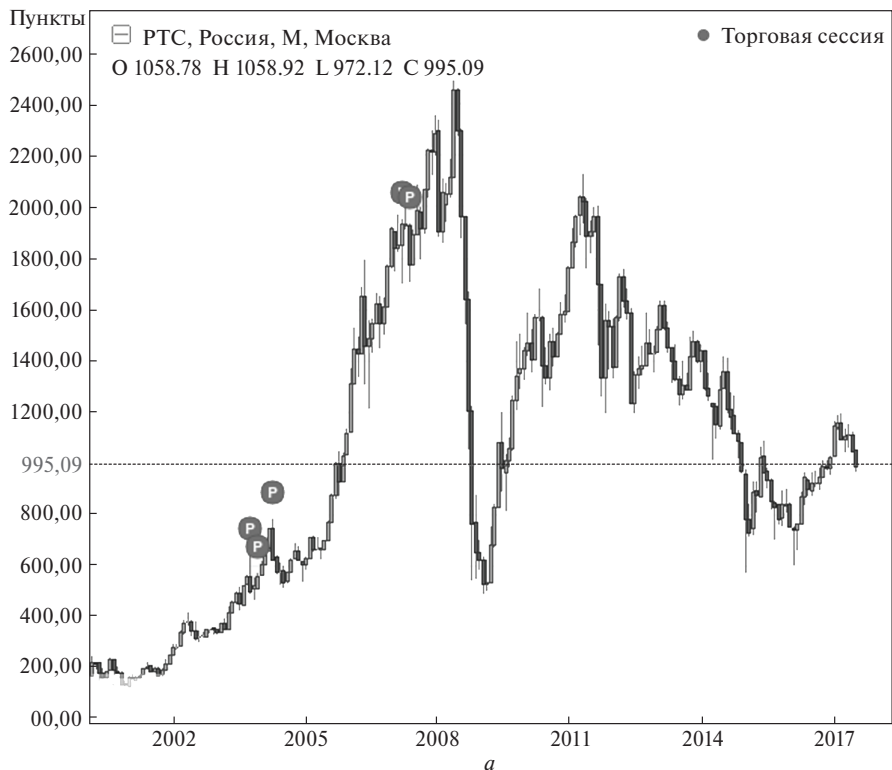


Рис. 5.11. Динамика индексов РТС и ММВБ в 2000—2016 гг.
 Источник: *a* — РТС; *б* — ММВБ.

страны, причем индекс РТС, рассчитываемый в долларах США, — в большей степени⁷².

В 2014 г. общий объем торгов на Московской бирже (по данным за январь—ноябрь) увеличился на 12,5 % по сравнению с аналогичным периодом 2013 г. — до 453,2 трлн руб. Однако общий рост произошел преимущественно за счет роста валютного рынка, на котором объем торгов вырос почти в 1,5 раза.

В то же время заинтересованность инвесторов российскими фондовыми активами упала. Иностранцы активно выходили с российского рынка в течение всего года, в первую очередь, в марте—апреле и в последнем квартале. И если в конце 2013 г. и в начале 2014 г. это был отток со всех развивающихся рынков (причиной которого, по оценкам экспертов, было окончание очередного цикла роста этих рынков), то с весны добавился чисто российский фактор в виде международных санкций. Отток капиталов из РФ по итогам года превысил \$150 млрд, что стало рекордным показателем за все постсоветское время (предыдущий максимум был достигнут в 2008 г. — \$133,6 млрд). Между тем уже в 2015 г. в этой сфере ожидалось некоторое улучшение: по оценкам экспертов, отток капиталов не должен был перешагнуть отметку \$90 млрд⁷³.

Со снижением суверенного рейтинга России и рейтингов государственных компаний и банков, обусловленным в том числе, политическими рисками, большинство иностранных инвестиционных и пенсионных фондов утратили возможность вкладывать средства в российские бумаги и были вынуждены закрывать свои позиции: в соответствии с уставами, они не могут инвестировать в ценные бумаги с почти «мусорным» рейтингом. И в нынешних условиях, когда непредсказуемые политические риски остаются существенными, экс-

⁷² В РФ наибольшей биржевой площадкой по торговле акциями и валютой является Московская биржа — крупнейший в России и Восточной Европе биржевой холдинг, образованный 19 декабря 2011 г. в результате слияния биржевых групп ММВБ (основанной в 1992 г.) и РТС (основанной в 1995 г.). Московская биржа входит в двадцатку ведущих мировых площадок по объему торгов ценными бумагами, суммарной капитализации торгуемых акций и в десятку крупнейших бирж производных финансовых инструментов. (См.: Московская биржа. (2015). Московская биржа — О бирже. [online] Available at: <http://moex.com/s10> [Accessed 25 Jan. 2015]).

Индексы Московской биржи — это ключевые индикаторы российского организованного рынка ценных бумаг и срочных контрактов. Московская биржа рассчитывает индексы акций, облигаций, смешанные индексы, а также ряд индикаторов срочного и валютно-денежного рынков. Основные индексы акций — это Индекс ММВБ (в рублях) и Индекс РТС (в долларах США), рассчитываются на одинаковой базе ценных бумаг, но в разных валютах. Индексы ММВБ и РТС отражают текущую суммарную рыночную капитализацию 50 ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, чьи виды экономической деятельности относятся к основным секторам экономики, представленным в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ».

⁷³ Fedpress.ru. (2015). Центробанк: отток капитала из страны в первом квартале снизился на треть | РИА ФедералПресс. [online] Available at: http://fedpress.ru/news/banks/insured_event/1428643481-tsentrobank-ottok-kapitala-iz-strany-v-pervom-kvartale-snizilsya-na-tret [Accessed 16 May 2015].

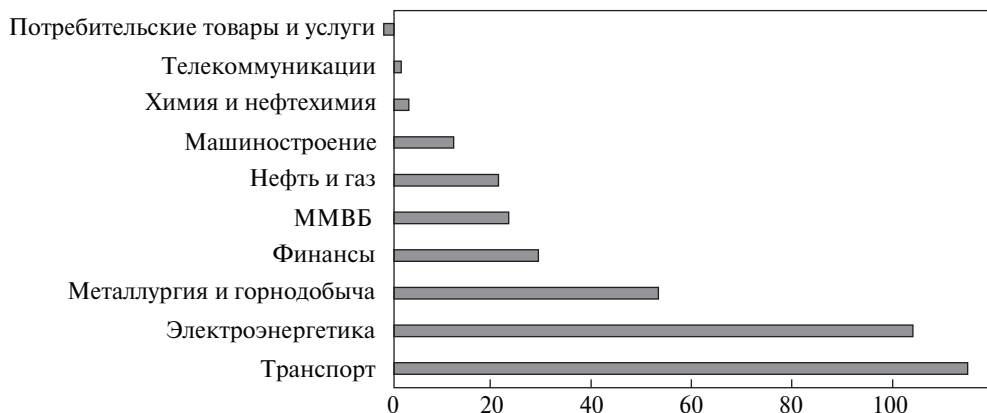


Рис. 5.12. Прирост компонентов индекса ММВБ по секторам экономики в 2016 г., %
 Источник: Московская биржа.

перты не решаются делать серьезные прогнозы о перспективах развития фондового рынка РФ⁷⁴.

В значительной степени это подтвердилось в 2015 г., когда внешняя среда хозяйственной деятельности российского бизнеса оставалась сложной в связи с действием международных экономических санкций и началом военной операции российских воздушно-космических сил в Сирии. В комплексе с экономическими факторами это обусловило противоречивые итоги развития российского рынка ценных бумаг. Капитализация российских компаний выросла на 24,2 % и составила 47 % ВВП (или на 10,7 п. п. больше, чем в предыдущем году). При этом объем сделок с акциями на внутреннем биржевом рынке (без учета сделок РЕПО и первичных размещений) уменьшился по сравнению с предыдущим 2014 г. и составил 9,1 трлн руб. Объем внутреннего рынка корпоративных облигаций вырос на 21,8 % и достиг рубежа по номинальной стоимости свыше 8,1 трлн руб. (или 13,3 % ВВП)⁷⁵.

2016 г. стал более благоприятным для российского фондового рынка. Институциональная среда хозяйствования постепенно стабилизировалась, и экономика адаптировалась к новым рыночным реалиям. Улучшение ожиданий экономических агентов в отношении динамики ВВП обусловило восстановление котировок российских компаний. Особенно значительно вырос индекс ММВБ, который обновил исторический максимум 2008 г., поднявшись на некоторое время выше отметки в 2200 пунктов (см. рис. 5.11), прежде всего, за счет таких отраслей, как транспорт, электроэнергетика, металлургия и добыча полезных ископаемых (рис. 5.12).

⁷⁴ Сигал Е. (2015). Без полрынка не разберешься. Как обесценились акции российских компаний. [online] Kommersant.ru. Available at: <http://www.kommersant.ru/Doc/2648823> [Accessed 25 Jan. 2015].

⁷⁵ НАУФОР. (2016). Российский фондовый рынок: 2015. События и факты. — Национальная ассоциация участников фондового рынка, с. 5.

Значительная недооцененность российских компаний позволила инвесторам приобретать активы по привлекательной стоимости. В результате, акции многих предприятий показали трехзначный прирост по итогам года⁷⁶.

На 2017 г. перспективы развития российского фондового рынка также оцениваются в целом позитивно⁷⁷. В частности, это связано с привлекательностью российского рынка акций для инвесторов, которым предлагают высокую дивидендную доходность, и с ростом прибыли на акцию компаний, входящих в индекс ММВБ. А среди факторов риска — возможные глобальные проблемы, связанные со снижением мировых цен на углеводороды, состоянием экономики Китая (оттоком капиталов из страны и давлением на юань) и политическими процессами в мире (отношениями с США и с ЕС).

Рынок труда

Проблемы в экономике России, которые возникали в связи с кризисами 2008—2009 гг. и 2014 г., не отразились существенно, благодаря в том числе принятым мерам в сфере аккомодационной монетарной политики, на основных показателях статистики занятости населения (рис. 5.13).

В 2014 г., как отмечают специалисты Всемирного банка, «...несмотря на продолжающееся замедление темпов роста реального сектора, спрос на рабочую силу сохранялся, а уровень безработицы почти не отклонялся от минимального за всю историю уровня, при том, что демографическая ситуация, характеризующаяся старением населения, по-прежнему оказывает давление на предложение рабочей силы»⁷⁸.

Например, в ноябре 2014 г., когда экономические санкции Запада уже действовали в полную силу, уровень безработицы в России поднялся только на 0,1 п. п. (до 5,2 % населения по сравнению с 5,1 % в октябре 2014 г.). При этом численность экономически активного населения составила 75,5 млн чел., т. е. более 50 % населения страны. По оценкам специалистов, такой уровень безработицы приблизительно соответствует естественному и имеет тенденцию к снижению под влиянием сокращения экономически активного населения и изменений в структуре рабочей силы⁷⁹.

⁷⁶ Иконников Д. (2017). Инвестиционная компания QBF — обзоры по отраслям экономики. Итоги года и перспективы российского фондового рынка. [online] Qbfin.ru. Available at: <https://qbfin.ru/analytics/reviews/itogi-goda-i-perspektivy-rossii-skogo-fondovogo-rynka.html> [Accessed 9 Jun. 2017].

⁷⁷ Борщевская Л. (2017). Россия в 2017 году: перспективы экономики, рубля, рынка акций и ОФЗ. [online] investing.com. Available at: <https://ru.investing.com/analysis/Россия-в-2017-году:-перспективы-экономики,-рубля,-рынков-акций-и-ОФЗ-200170862> [Accessed 9 Jun. 2017].

⁷⁸ Всемирный банк. (2015). Доклад об экономике России. Начало новой экономической эры? — Всемирный банк, Центр глобальной практики по вопросам макроэкономического и фискального управления, апрель, № 33, с. 16.

⁷⁹ Капелюшников Р. (2014). Российский рынок труда: парадоксы посткризисного развития / Р. Капелюшников, А. Ощепков // Вопросы экономики, 2014, № 7, с. 66—92.

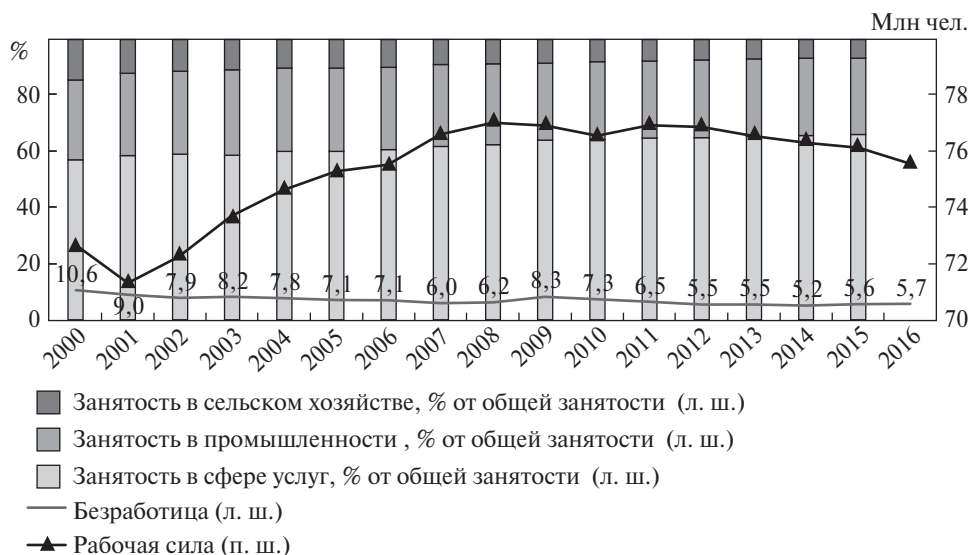


Рис. 5.13. Рабочая сила, занятость и безработица в РФ
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org. World Development Indicators.

Положение на рынке труда эксперты характеризовали как своеобразный «депрессивный штиль», поскольку работодатели почти прекратили поиск новых сотрудников, а рост заработных плат остановился⁸⁰. Осенью 2014 г. набор новых сотрудников проводила только одна компания из 100, тогда как даже в кризисном 2008 г. штат сотрудников расширяли 7 % компаний в расчете на укрепление своих относительных конкурентных позиций на рынке⁸¹.

Как уже отмечалось, низкий уровень безработицы и состояние других индикаторов рынка труда служат важными аргументами Банка России в пользу целесообразности жесткой монетарной политики. Однако наблюдаемый перегрев рынка труда в отдельных отраслях и регионах (например, в г. Москва) не может служить индикатором полной загрузки мощностей по России в целом⁸².

В этой связи важно учитывать, что рынок труда в РФ очень неоднороден. Потенциал многих крупных городов позволяет населению найти работу по квалификации, что обусловлено их выгодным географическим положением, наличием необходимых ресурсов, номенклатурой выпускаемой продукции. А в малых городах, где промышленность изначально отсутствовала, наблюдается тенденция к закрытию предприятий. Экономическое неравенство город-

⁸⁰ Калиновский И. (2014). Рынок труда не штормит. [online] Expert.ru. Available at: <http://expert.ru/2014/11/27/rynok-truda-ne-shtormit/> [Accessed 22 Dec. 2014].

⁸¹ Gtmarket.ru. (2014). Исследование «Ромир»: Ситуация на российском рынке труда в 2014 году | Центр гуманитарных технологий. [online] Available at: <http://gtmarket.ru/news/2014/11/27/6993> [Accessed 22 Dec. 2014].

⁸² Апокин А. (2014), с. 83.

Таблица 5.3. Основные показатели, характеризующие денежные доходы населения РФ

Показатели	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Реальные располагаемые денежные доходы:									
Б	100,0	172,6	245,3	246,4	257,9	268,1	266,3	257,8	242,6
Ц	100,0	172,6	142,1	100,5	104,7	104,0	99,3	96,8	94,1
Реальный размер назначенных пенсий:									
Б	100,0	170,5	330,8	334,8	351,3	361,1	364,4	350,6	338,7
Ц	100,0	170,5	194,0	101,2	104,9	102,8	100,9	96,2	96,6
Реальная начисленная заработная плата:									
Б	100,0	192,3	288,9	297,0	322,0	337,4	341,5	310,8	312,9
Ц	100,0	192,3	150,2	102,8	108,4	104,8	101,2	91,0	100,7

Б — базовый индекс (2000 г. — 100 %); Ц — цепной индекс (% к предыдущему периоду)

Источник: Федеральная служба государственной статистики: <http://www.gks.ru/>.

ских и сельских территорий негативно влияет на рынок труда сельских территорий. В сельской местности относительно высокая безработица: например, в сентябре 2014 г. она составляла здесь 7,6 %, а в городах — 4,1 %⁸³.

По регионам уровень безработицы также сильно дифференцирован: крайние цифры отличаются в 26 раз, тогда как по округам — почти в 3,5 раза. Так, в сентябре 2014 г. самый низкий показатель безработицы был зафиксирован в Центральном федеральном округе (3,1 %), а самый высокий — в Северо-Кавказском федеральном округе (10,8 %). В июле–сентябре самая высокая безработица среди регионов имела место в Ингушетии (31,1 %), Чечне (21,1 %) и Туве (18,4 %). Трудная ситуация сложилась также в республиках Карачаево-Черкесия (13,7 %), Алтай (11,3 %) и Калмыкия (10,5 %). Поиск работы занимал у безработных довольно много времени: от 7,4 месяца в начале 2014 г. до 7,1 месяца в конце сентября 2014 г. В сентябре 2014 г. средняя продолжительность поиска работы безработными у женщин достигала 7,2 месяца, а у мужчин — 6,9 месяца⁸⁴.

Затяжная неблагоприятная ситуация в экономике страны обострила проблемы бизнеса, который стремился решить их в том числе за счет снижения зарплат сотрудников. А государство, в свою очередь, пытается экономить на бюджетных расходах и пенсионных выплатах. Это обусловило снижение реальных доходов населения (табл. 5.3), а тем самым — слабость потребительского спроса, которая тормозит выход из рецессии.

⁸³ Шарина Г. (2014). Рынок труда Российской Федерации в условиях действующих экономических санкций. [online] Uecs.ru. Available at: http://www.uecs.ru/index.php?option=com_flexicontent&view=items&id=3226 [Accessed 22 Dec. 2014].

⁸⁴ Там же.

Дальнейшее развитие положения дел в сфере занятости, вне прямой зависимости от монетарных мер по стимулированию развития экономики, будет определяться нарастающими демографическими ограничениями, обусловленными сокращением численности населения трудоспособного возраста.

По данным Минэкономразвития РФ, численность рабочей силы в стране снизится на 1,2 млн чел. — с 72,7 млн чел. в 2016 г. до 71,5 млн чел. в 2019 г.⁸⁵ Причем речь идет, прежде всего, о дефиците высококвалифицированных кадров, которые в условиях опережающего развития «Индустрии 4.0» становятся одним из главных факторов глобальной экономической конкуренции.

Стимулирование экономического роста

Рост российской экономики в начале XXI в. (2001—2008 гг.), во многом обеспеченный увеличением доходов государственного сектора в результате позитивной динамики мировых цен на нефть и газ и масштабными инвестиционными проектами, был поддержан мерами монетарной политики, которые оказывали влияние на совокупный спрос через постепенное и сравнительно стабильное увеличение денежной массы по отношению к ВВП (ежегодные темпы ее роста в 2000—2007 гг. составляли в среднем около 10 %) (рис. 5.14).

Нетрудно заметить, что траектории инвестиций и ВВП с некоторым запаздыванием (и с меньшим размахом варьирования) повторяют траекторию денежной массы, которая, в свою очередь, сильно зависит от мировых цен на углеводороды — главную статью экспорта России и ее валютных поступлений. Таким образом, национальный ВВП в значительной степени определяется мировыми ценами на нефть (рис. 5.15), что наглядно характеризует одну из основных экономических проблем РФ.

Комплекс принятых правительством РФ мер по преодолению неблагоприятных национальных последствий мирового финансово-экономического кризиса существенно расширил предложение денег в экономике — показатель «широких» денег увеличился с 39 % ВВП в 2008 г. до 49 % ВВП в 2009 г. Это стало результатом масштабных акций по укреплению монетарной системы, поддержке реального сектора экономики и защите уязвимых слоев населения.

В комплексе все они способствовали восстановлению экономического роста, но его темпы оставались очень скромными, поскольку России так и не удалось решить принципиальные вопросы, которые находятся за пределами монетарной сферы: преодолеть зависимость от экспорта сырья; модернизировать инфраструктуру; массово создать новые производственные мощности и выполнить технико-технологическое обновление существующих; на этой основе радикально повысить производительность общественного труда.

⁸⁵ Минэкономразвития России. (2016). Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2017 год и на плановый период 2018 и 2019 годов. — М.: Департамент макроэкономического анализа и прогнозирования Министерства экономического развития Российской Федерации, 66 с.

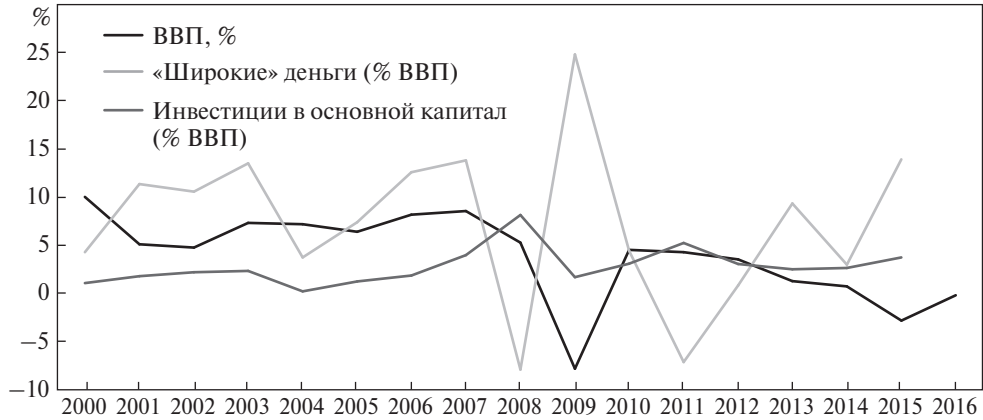


Рис. 5.14. Динамика ВВП, денежной массы (M2) и инвестиций в РФ
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org. World Development Indicators.

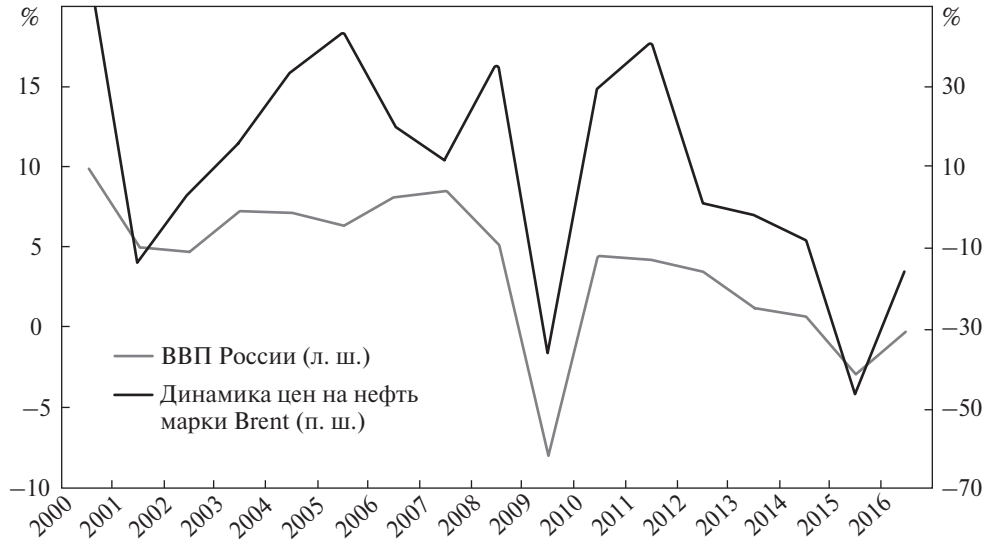


Рис. 5.15. Динамика цен на нефть (марки Brent) и ВВП РФ
 Составлено по данным: Databank.worldbank.org. World Development Indicators; BP Statistical Review of World Energy.

В связи с переходом к политике инфляционного таргетирования в неблагоприятных внешних условиях правительство РФ старалось хотя бы частично компенсировать рестрикционную политику регулятора, связанную с повышением ключевой ставки и ужесточением требований к коммерческим банкам (количество небольших кредитных учреждений в РФ считалось избыточным). В частности, было принято решение о докапитализации банков на 1 трлн руб. через Агентство по страхованию вкладов. Еще около 400 млрд руб. власти пре-

доставили системообразующим банкам на финансирование инфраструктурных проектов⁸⁶.

Системной мерой компенсирующего характера стала организация специализированных программ рефинансирования определенных кредитов по ставкам ниже ключевой. Речь идет о запуске механизма поддержки инвестиционных проектов на базе проектного финансирования приоритетных секторов экономики. В его основе — кредитные льготы и государственные гарантии⁸⁷. С использованием этого механизма планировалось предоставить кредиты до 500 млрд руб. нарастающим итогом на конец 2018 г. Источником финансирования программы должны были служить кредитные средства Банка России.

Программу поддержки инвестиционных проектов разработало Минэкономразвития по поручению Президента РФ от 14 мая 2014 г. о дополнительных мерах по стимулированию экономического роста. Несколько ранее (25 апреля 2014 г.) Банк России выпустил информационное письмо «О рефинансировании кредитов на инвестиционные проекты», где определил главные параметры такой поддержки: банки надлежало рефинансировать по формуле «ключевая ставка минус 1,5 %» (в результате уровень маржи банков должен был составить 2,5 %), срок рефинансирования — 3 года, с возможностью дальнейшей пролонгации. В период общественного обсуждения проекта постановления правительства «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования», доходность по таким кредитам показалась банкирам несоизмеримой принятым ими на себя рискам. Кроме того, их беспокоило то, что Банк России согласился предоставлять уполномоченным банкам средства на рефинансирование кредитов не на весь срок реализации инвестиционных проектов, который редко бывает меньше 5 лет, а только на 3 года, с возможным последующим продлением на такой же срок и на тех же условиях⁸⁸.

Впоследствии, как уже отмечалось, в Программу были внесены улучшения, предусматривающие снижение процентной ставки по кредитам для ее участников, поскольку теперь она рассчитывается через уровень ставки рефинансирования ЦБ плюс 2,5 % годовых, тогда как по прежним правилам размер процентной ставки по кредиту для отобранного инвестиционного проекта исходил из ключевой ставки ЦБ, которая была выше ставки рефинансирования.

Правительство РФ принимает комплексные меры по стимулированию развития реального сектора экономики через Фонд развития промышленности (рыночная капитализация — 20 млрд руб.), поддержку НИОКР, региональных программ, технопарков и кластеров; частичное возмещение затрат на инжиниринг, производство и экспорт и др.

⁸⁶ ТАСС. (2015). Правительство РФ заканчивает год, ускоряя разработку антикризисных мер. [online] Available at: <http://itar-tass.com/politika/1680104> [Accessed 27 Jan. 2015].

⁸⁷ Expert.ru. (2014). Программа для желающих рискнуть. [online] Available at: <http://expert.ru/2014/10/15/investproektyi/> [Accessed 1 Feb. 2015].

⁸⁸ Там же.

Для дальнейшего расширения масштабов использования механизма долгосрочного финансирования инвестиционных проектов в РФ необходимо создавать более благоприятные правовые и финансовые условия рефинансирования предоставленных кредитов без государственных гарантий, повышать качество подготовки проектов и ответственность лиц, принимающих решения, в целях более объективной оценки и адекватного распределения рисков между партнерами.

Но совершенно очевидно, что только действиями монетарных властей преодолеть последствия финансово-экономического кризиса в РФ будет невозможно. Решение этой принципиальной проблемы зависит от успеха таких стратегических трансформаций, как переориентация (хотя бы частичная) международной торговли России в направлении стран Азиатско-Тихоокеанского региона и переход к новой модели хозяйственного развития на основе большей самодостаточности⁸⁹. Эта модель должна обеспечить существенное повышение уровня инвестиций, нехватка которых оценивается экспертами как одна из главных угроз для экономического роста в среднесрочной перспективе, а также импортозамещения⁹⁰.

Некоторые обнадеживающие в этом отношении результаты уже были получены (прежде всего, в сферах сельского хозяйства и промышленности, а также контроля за инфляцией), что позволило высшему руководству страны в июне 2017 г. заявить о преодолении рецессии⁹¹.

Однако, во-первых, нет полной уверенности в том, что проблема рецессии действительно надежно решена, поскольку «...доля регионов, в которых растут четыре или пять секторов, остается существенно ниже, чем это характерно для фазы уверенного экономического роста»⁹².

Во-вторых, наблюдаемое постепенное улучшение ситуации в сфере контроля за инфляцией (на июнь 2017 г. она составила немногим более 4 % в годовом выражении) было достигнуто высокой ценой падения доходов населения и дорогого кредита. Это обуславливает слабость внутреннего инвестиционного и потребительского спроса, создающую сложные препятствия для распространения наметившегося роста на остальные сектора экономики.

И в-третьих, даже если ожидаемые правительством РФ темпы роста российской экономики в 2017 г. — 2 %⁹³ — действительно будут достигнуты, то

⁸⁹ *Санур Ж.* (2015). Россия: уроки кризиса. [online] Expert.ru. Available at: <http://expert.ru/expert/2015/04/rossiya-uroki-krizisa/> [Accessed 1 Feb. 2015].

⁹⁰ Всемирный банк. (2015).

⁹¹ Президент России. (2017). Прямая линия с Владимиром Путиным. [online] Available at: <http://kremlin.ru/events/president/news/54790> [Accessed 24 Jun. 2017].

⁹² *Смирнов С.* (2017). Индексы РЭА: во многих регионах рецессия продолжается // Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики. Комментарии о государстве и бизнесе, № 134, 31 мая — 14 июня, с. 4.

⁹³ *Vedomosti.ru.* (2017). Орешкин обещает, что рост ВВП России превысит 2 % уже осенью. [online] Available at: <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2017/06/15/694509-oreshkin> [Accessed 24 Jun. 2017].

это все равно пока существенно ниже среднемировых показателей. Иначе говоря, по факту Россия продолжает терять свои позиции в мире. И удастся ли их со временем восстановить — это большой вопрос. На фоне быстро растущих гигантов мирового Юга — экономик Китая и Индии — фундаментальные проблемы российской экономики становятся еще очевиднее.

ВЫВОДЫ

1. Современный монетарный механизм экономики РФ в основном сложился после экономического кризиса 1998 г. и отражает особенности национальных и глобальных экономических процессов в этот период.

Первая особенность заключается в том, что в условиях растущих мировых цен на энергоносители в начале XXI в. российским властям удалось сформировать такую институциональную среду (комплекс устойчивых формальных и неформальных правил с механизмами принуждения к их выполнению), при которой, в отличие от 1990-х годов, значительная часть ренты от их экспорта стала поступать на нужды государства. За счет этого удалось сформировать весьма мощные золотовалютные резервы; обеспечить превышение государственных доходов над расходами (в течение большей части 2000-х годов российский бюджет был профицитным) при относительно стабильном курсе рубля и стабильном росте реальных объемов социальных выплат (которые после 2004 г. и до настоящего времени остаются защищенным направлением бюджетных расходов); обеспечить финансирование растущих расходов на оборонно-промышленный комплекс (в 2016 г. Россия по объемам военного бюджета занимала третье место в мире после США и Китая) и на реализацию национальных приоритетов (в сферах здравоохранения, образования, жилищной политики и АПК).

Вторая особенность, тесно связанная с первой, заключается в том, что расходование ренты от природных ресурсов не столько на нужды инновационного развития национальной экономики и на создание внутреннего поля долгосрочных кредитов, сколько на наращивание внешних активов и на поддержание «дорогого» рубля, который, по сути, выступал индикатором и одним из главных условий поддержания социально-политической стабильности, повлекло за собой дефицит «длинных» денег в национальной экономике. Это, в свою очередь, обусловило хроническое завышение процентных ставок, которые оторвались от доходных возможностей инвестирования в реальный сектор экономики, угнетение развития ее нерентных сегментов (в том числе малого и среднего бизнеса) и вытеснение крупных субъектов хозяйствования на внешние финансовые рынки.

2. Как показали события последних 15 лет, такой монетарный механизм может быть достаточно успешным в стабильных условиях мирового развития, сопровождающихся устойчивым ростом спроса и цен на энергоносители. В период между кризисами 1998 г. и 2008—2009 гг., при росте цен на нефть, золотовалютные резервы РФ многократно возросли: если в начале 2000 г. они со-

ставляли, по данным Банка России, \$12,3 млрд, то в начале 2005 г. — уже \$124,6 млрд, а в сентябре 2008 г. — \$563,6 млрд (или почти в 50 раз больше, чем на начало 2000 г.). Но одновременно быстро увеличивалась внешняя задолженность нефинансовых корпораций — с \$21,5 млрд в начале 2000 г. до \$307 млрд в октябре 2008 г. (или почти в 15 раз больше, чем на начало 2000 г.). При этом в целом экономика РФ демонстрировала стабильную динамику: с 2000 по 2008 гг. ВВП России вырос на 83 %, производительность труда — на 70 %, расходы на накопление основного капитала — в 2 раза.

3. Однако глобальный финансовый кризис 2007—2008 гг. наглядно продемонстрировал принципиальные конструктивные слабости такого монетарного механизма. Снижение мирового спроса и цен на энергоносители, вызвавшее падение курса рубля, и закредитованность российских компаний на зарубежных рынках обусловили резкое возрастание рисков цепных банкротств субъектов хозяйствования (прежде всего, крупных финансовых и нефинансовых корпораций). Избежать такого неблагоприятного развития событий удалось только благодаря масштабным вливаниям ликвидности в экономику РФ (в том числе за счет использования ранее накопленных резервов) и случившемуся в то время улучшению глобальной рыночной конъюнктуры на рынках энергоносителей, которое сопровождалось ростом мировых цен на нефть.

4. В 2010—2013 гг. социально-экономическая ситуация в стране стабилизировалась, и прерванный экономический рост опять продолжился, хотя темпы его значительно снизились. Все это способствовало представлениям о том, что ранее сформированный монетарный механизм якобы продолжает функционировать достаточно эффективно или, во всяком случае, удовлетворительно. В целях его дальнейшей модернизации ЦБ РФ принял стратегически важные решения об отказе от практики соблюдения валютного коридора и о переходе к плавающему курсу рубля, с организацией денежно-кредитного регулирования через ключевую ставку и таргетирование инфляции.

Ожидалось, что формирование курса рубля под влиянием рыночных факторов будет способствовать укреплению монетарного механизма и обеспечению ценовой стабильности (которой со временем действительно удалось достичь). Тем не менее, политико-экономический кризис — очередное падение мировых цен на нефть в комплексе с экономическими санкциями против РФ в связи с событиями в Украине — продемонстрировал уязвимость конструкции этого механизма.

5. На процессы замедления экономического роста российской экономики и увеличения темпов инфляции, которые особенно наглядно проявились во II полугодии 2014 г., регулятор отреагировал ужесточением кредитной политики (в частности, неоднократным повышением ключевой ставки) и сужением спектра применяемых инструментов рефинансирования, ограничивая их преимущественно краткосрочными операциями по поддержанию ликвидности.

Логика такого подхода следовала из оценки причин наблюдаемого замедления экономического роста. Существуют известные аргументы в пользу того, что эти причины имеют преимущественно структурный характер, поскольку

использование производственных мощностей и занятость в стране поддерживаются на высоком уровне, а инфляция обусловлена, главным образом, монетарными факторами⁹⁴. В таких условиях соответствующие монетарные меры по ее сдерживанию должны были способствовать усилению стимулов для сбережений и инвестиций, появлению внутренних источников «длинных» денег, и в конечном счете — решению проблем экономического роста.

Однако, во-первых, существуют также аргументы в пользу того, что в РФ инфляция носит не только монетарный характер⁹⁵. И во-вторых, специфические условия реализации такой политики в 2014 г. привели к ее фактическому провалу (хотя несколько позже, в 2015 г., ситуацию в стране удалось стабилизировать).

6. Как известно, на III–IV кв. 2014 г. пришелся пик выплат внешних долгов российских компаний, закредитованных на западных рынках (преимущественно ЕС и США). В связи с перекрытыми возможностями рефинансирования на этих рынках вследствие санкций против РФ повысился спрос на валюту. Одновременно ее предложение сократилось под влиянием снижения цен на нефть, которые в декабре 2014 г. по разным причинам (в том числе из-за стремления ряда стран — крупных производителей нефти во главе с Саудовской Аравией ограничить развитие нетрадиционных источников углеводородов в Канаде и США) упали по сравнению с июнем 2014 г. приблизительно вдвое (со \$114/баррель до \$56/баррель). Обусловленный этими факторами рост курса доллара повысил инфляционное давление на цены внутреннего рынка. Кроме того, российские граждане стали массово переводить сбережения в доллары.

Пытаясь удержать курс рубля и инфляцию под контролем, ЦБ РФ несколько раз поднимал ключевую ставку. Но поскольку фундаментальные причины инфляции лежали в иной плоскости (увеличение спроса на валюту и уменьшение ее предложения связи с обстоятельствами, которые не контролируются правительством РФ; сформировавшаяся десятилетиями высокая зависимость внутреннего рынка от импорта, в том числе инвестиционных товаров), то удержать ее не удалось. Вместо этого высокие процентные ставки блокировали действовавшие в российской экономике механизмы расширенного воспроизводства. Тем самым круг замкнулся. Экономика России скатилась в рецессию.

7. Простого выхода из сложившейся ситуации не существовало. Российским хозяйствующим субъектам нужно было привыкать к длительному функционированию в условиях дешевой нефти и дешевого рубля. В принципе дешевый рубль создает потенциал для повышения конкурентоспособности российских товаропроизводителей на внутреннем и внешнем рынках. Но чтобы этот потенциал был реализован, нужны дешевые инвестиции. Их источником не может быть простое «накачивание» экономики ликвидностью (как это де-

⁹⁴ Кудрин А. (2017). Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность / А. Кудрин, Е. Горюнов, П. Трунин // Вопросы экономики, 2017, № 5, с. 5–28.

⁹⁵ Stolypinsky.club. (2017). Доклад «Экономика Роста» | Столыпинский клуб. Экспертная площадка рыночников-реалистов. [online] Available at: <http://stolypinsky.club/economica-rosta/> [Accessed 12 Jun. 2017].

ляли, например, США в рамках программ количественного смягчения), поскольку в России проблемы экономического роста действительно носят, во всяком случае частично, структурный характер. И что не менее важно, они коренятся в относительной слабости рыночных механизмов в РФ и в таком хозяйственном порядке, который, в отличие от тех же США, не способствует инновациям. В этих условиях простое увеличение предложения денег вряд ли позволит быстро решить проблемы инновационного развития реального сектора экономики и обеспечения достаточно высоких темпов экономического роста в целом, а может, наоборот, послужить «подпиткой» для неблагоприятных инфляционных тенденций и перетекания денег на рынки валютных спекуляций.

8. Один из возможных монетарных путей решения этих проблем заключается в снижении ключевой процентной ставки, что делает инвестиции менее дорогими, при одновременном совершенствовании регуляторных ограничений трансграничного движения капитала и валютных операций (например, путем усиления оперативного контроля за валютными позициями и валютными операциями банков, запрета на операции главных российских компаний с участием государства по выводу прибыли и активов в оффшорные зоны и т. п.).

Другой путь состоит в том, чтобы интенсифицировать специализированные программы рефинансирования активов определенного рода по ставкам ниже ключевой. Имеются в виду проектное и целевое финансирование (удешевление кредитов на долгосрочные и относительно быстро окупаемые проекты системообразующего характера, например, в сферах продовольственной и энергетической безопасности, а также на проекты в перспективных сферах высокотехнологичного производства — ОПК, космоса, авиации, современного машиностроения и т. д.), а также инфраструктурное финансирование (строительства дорог, магистралей, аэропортов, мостов и т. п.). Такое специальное фондирование конкретных целевых проектов по созданию новой инфраструктуры, современных рабочих мест и технологий призвано способствовать разделению инвестиционных и спекулятивных денежных потоков и смягчению, во всяком случае частичному, проблемы дефицита дешевых «длинных» денег.

Сейчас руководство РФ старается развивать каждое из этих направлений (неоднократно снижалась ключевая ставка ЦБ, внесены улучшения в программу поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на основе проектного финансирования и др.), и некоторые успехи уже достигнуты. В частности, уже в 2015 г. стало понятно, что экономика России прошла пик долговой нагрузки, ее коллапса удалось избежать, а фундаментальные основы хозяйствования даже несколько укрепились, хотя специалисты Всемирного банка оценивали экономические перспективы РФ в 2015 г. без оптимизма⁹⁶, поскольку в стране по разным причинам сохранился низкий уровень инвестиций.

⁹⁶ *Ostroukh A.* (2015). Russia's Economic Outlook Worse Than Thought, World Bank Says. [online] WSJ. Available at: <http://www.wsj.com/articles/russias-economic-outlook-worse-than-thought-world-bank-says-1427883522> [Accessed 12 May 2015].

В последующие годы оценки Всемирного банка стали более благоприятными для экономики РФ. Как отмечено в его докладе⁹⁷, на фоне улучшения внешних условий, повышения цен на нефть и роста макроэкономической стабильности в российской экономике появились обнадеживающие признаки преодоления рецессии. В I кв. 2016 г. экономика России прошла пик кризиса, а зарождающаяся позитивная динамика сохранилась и в 2017 г.

Существенно укрепились позиции России в рейтинге глобальной конкурентоспособности от World Economic Forum: в 2016—2017 гг. она заняла 43-е место среди 138 стран, тогда как, например, в 2012—2013 гг. ее позиция была 67-ой в числе 144 стран⁹⁸. В частности, отмечается прогресс страны в сферах образования и инноваций, институциональной среды функционирования бизнеса и др. В то же время финансовый сектор российской экономики продолжает страдать от уменьшения притока капиталов, связанного с доходами от добычи полезных ископаемых, и от частичного закрытия международных финансовых рынков для российских компаний.

Важно, что в условиях макроэкономической стабилизации сохраняется слабость потребительского и инвестиционного спроса, особенно в сфере обрабатывающей промышленности. Как отмечают специалисты НИУ ВШЭ⁹⁹, наметившийся рост инвестиций в российской экономике пока не выглядит эшелонированным и остается неравномерным в отраслевом и региональном разрезе, а инвестиционная активность нуждается в дальнейшем целенаправленном стимулировании.

9. В любом случае критически важными для обеспечения надежности и эффективности функционирования монетарного механизма экономики России являются ослабление его политико-экономической и технико-технологической зависимости от мирового Запада, а также расширение и укрепление связей с мировым Югом, который теперь быстро прогрессирует. В русле этой парадигмы пытаются действовать монетарные власти РФ, которые уже приняли ряд мер по снижению зависимости от западных валют (в частности за счет расширения валютных своп-линий со странами Юга; развития альтернативных платежных систем на случай отключения от SWIFT; создания национальных расчетных и процессинговых центров).

10. Но принципиальное значение имеет более эффективное использование богатых природных ресурсов России, которые составляют ее колоссальный актив, а по сути — мощный и почти неисчерпаемый источник ликвидности. Для этого нужно, во-первых, уменьшить зависимость от деривативных сырье-

⁹⁷ Группа Всемирного банка. (2017). От рецессии к восстановлению. Доклад об экономике России, № 37. — www.worldbank.org/russia, май, 64 с.

⁹⁸ World Economic Forum. (2016). The Global Competitiveness Report 2016—2017. — Geneva, the World Economic Forum, p. 308.

⁹⁹ Миронов В. (2017). Рост инвестиций в 2017 г. — реальное ускорение или временный отскок? / Валерий Миронов, Алексей Кузнецов, Наталья Самсонова // Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики. Комментарии о государстве и бизнесе, № 134, 31 мая — 14 июня, с. 6—15.

вых контрактов, обуславливающих высокую волатильность цен на сырье, путем перехода к производству продукции более глубокой степени переработки, и во-вторых, диверсифицировать рынки ее сбыта за счет переориентации части контрактов с Европы на страны Восточной и Южной Азии. Особо важное значение может иметь развитие стратегического партнерства РФ и КНР, направленного на формирование нового континентального сухопутного моста и на объединение потенциалов крупнейшего в мире производителя энергоносителей и крупнейшего в мире их потребителя, являющегося к тому же лидером мировой торговли.

Важные шаги в этом направлении уже сделаны: в мае 2014 г. «Газпром» и Китайская национальная нефтегазовая корпорация CNPC заключили контракт о поставках газа в Китай на \$400 млрд на 30 лет в объеме 38 млрд м³ газа в год¹⁰⁰. В мае 2015 г. между «дочками» этих компаний было подписано соглашение об основных условиях поставок газа из России в КНР по «западному маршруту» в объеме 30 млрд м³ в год в течение 30 лет¹⁰¹. Сотрудничество РФ и КНР в этой и других сферах продолжает интенсивно развиваться (в том числе в высокотехнологичных областях)¹⁰².

Но это только первые шаги в направлении повышения надежности и эффективности монетарного механизма российской экономики и создания новой системы экономического развития, опирающейся на диверсифицированные источники финансирования (прежде всего, внутренние, а не внешние). Многое будет зависеть от того, сумеет ли российское общество, опираясь на собственные социокультурные традиции, решить фундаментальные институциональные проблемы экономики, связанные со слабостью конкурентной среды, избирательным правоприменением и коррупцией, обеспечить хотя бы в среднесрочной перспективе реальное импортозамещение (прежде всего, западных товаров инвестиционного назначения), сгенерировать высокий уровень инноваций и инвестиций, необходимых для неоиндустриализации национальной экономики и успешного встраивания в новые глобальные цепочки создания стоимости, связывающие российских товаропроизводителей с лидерами современного мирового экономического развития.

¹⁰⁰ ТАСС. (2015). «Газпром» и CNPC подписали контракт о поставках газа в Китай. [online] Available at: <http://itar-tass.com/ekonomika/1202314> [Accessed 1 Feb. 2015].

¹⁰¹ ТАСС. (2015). «Газпром» и китайская CNPC договорились об условиях поставок газа по «западному маршруту». [online] Available at: <http://tass.ru/ekonomika/1956799> [Accessed 14 May 2015].

¹⁰² Вести. Экономика. (2017). Россия — Китай: диалог и соглашения на высшем уровне. [online] Available at: <http://www.vestifinance.ru/articles/87676> [Accessed 8 Jul. 2017].

МОНЕТАРНЫЕ ЦЕНТРЫ МИРА: РАССТАНОВКА СИЛ И ПЕРСПЕКТИВЫ

В политико-экономическом отношении мир по многим причинам стал многополярным, и теперь США (как и мировой Запад в целом) не являются единственным центром силы. Но что касается расстановки сил в глобальной финансовой системе, то здесь, как и прежде, доминируют западные финансовые центры, и прежде всего — США, а МВФ и Всемирный банк институционально закрепляют их геополитическое господство¹. На долю главных западных валют — доллара США и евро — приходится более 70 % всех международных расчетов в мире. Доллар США и евро лидируют также как мировые резервные валюты: в них номинировано свыше 80 % глобальных резервных активов². Между тем суммарная доля США и стран ЕС — членов еврозоны в мировом индустриальном производстве (по показателю добавленной стоимости, англ. Industry, value added, constant 2010 US\$), которое является мотором инновационного развития мировой экономики, составляет теперь, по данным Всемирного банка, только около 30 %.

В настоящее время мировая финансовая система функционирует с серьезными сбоями. Дж. Стиглиц отмечает: «Прямо сейчас мир страдает от недостаточного совокупного спроса. Финансовые рынки оказались неравными перед задачей сбережений из мест, где доходы превышают расходы, в места, где требуются инвестиции. Когда Бен Бернанке был председателем Федеральной Резервной Системы США, он ошибочно описал проблему как «мировой избыток сбережений». Но в

¹ *Subacchi P.* (2015). American Leadership in a Multipolar World. Project Syndicate. [online] Available at: <http://www.project-syndicate.org/commentary/china-united-states-global-governance-by-paola-subacchi-2015-04/russian> [Accessed 19 Feb. 2017].

² *Hoffman K.* (2015). Precious Metals Mining: Pros and Cons of the Gold Standard. [online] Available at: <http://www.bloomberg.com/professional/blog/precious-metals-mining-pros-and-cons-of-the-gold-standard> [Accessed 19 Feb. 2017].

мире, с такими огромными потребностями инфраструктуры, проблема — не в избытке сбережений или недостатке хороших инвестиционных возможностей. Проблемой является финансовая система, которая преуспела в манипулировании рынком, спекуляциях и операциях с ценными бумагами, но не смогла справиться со своей основной задачей: посредничеством между сбережениями и инвестициями в глобальном масштабе»³.

Для преодоления последствий мирового финансово-экономического кризиса, для поддержания спроса и в целях предотвращения дефляции монетарные власти США (а за ними — ЕС и Япония) запустили для своих стран нетрадиционные программы инъекций ликвидности и удешевления денег. При этом масштабные дискреционные действия ФРС вышли далеко за пределы простого контроля денежной массы, т. е. фактически «...он стал гигантским финансовым органом централизованного планирования»⁴.

С одной стороны, такая монетарная политика позволила переломить неблагоприятные тенденции в экономике: например, в США после финансово-экономического кризиса 2007—2008 гг. начали создаваться новые рабочие места, снизилась безработица, выросли потребление и инвестиции, расходы на исследования и разработки⁵. По данным Всемирного банка, в США в 2010—2016 гг. средние темпы роста составили более 2 %. С 2014 г. на траекторию позитивных темпов роста вышли и страны ЕС — члены зоны евро. Однако, с другой стороны, эта политика создает новые проблемы.

Дело в том, что стоимость денег — это информация фундаментального значения для рыночного хозяйства, регулирующая хозяйственные процессы (прежде всего, инвестиционные). Планомерное крупномасштабное удешевление денег обуславливает искусственное удорожание стоимости активов (низкие процентные ставки повышают доходы по акциям, корпоративным облигациям, недвижимости и другим активам, подталкивая их стоимость вверх), поощряет предприятия к достижению критических уровней задолженности и искажает экономическую информацию для инвесторов. Все это имеет долгосрочные негативные последствия, повышает риски «надувания» очередных финансовых «пузырей» и поддерживает на плаву корпорации-«зомби», которые тем самым избегают созидательного разрушения по Шумпетеру⁶. Потоки инвестиций направляются в проекты, которые в обычных условиях не были бы оценены как привлекательные, в «игры» с курсами ценных бумаг и

³ *Stiglitz J.E.* (2015). Asia's Multilateralism. Project Syndicate. [online] Available at: <http://www.project-syndicate.org/print/china-aiib-us-opposition-by-joseph-e--stiglitz-2015-04/> [Accessed 19 Feb. 2017].

⁴ *Hummel J.* (2011). Ben Bernanke versus Milton Friedman. The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner // *The Independent Review*, vol. 15, no. 4, pp. 485—518.

⁵ Executive Office of the President, Council of Economic Advisors. (2016). Economic Report of the President Transmitted to the Congress February 2016. Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers.

⁶ *Gross B.* (2017). Bill Gross Investment Outlook February 2017. Janus.com. [online] Available at: <https://www.janus.com/insights/bill-gross-investment-outlook/> [Accessed 22 Feb. 2017].

финансовые спекуляции. Очевидно, что реальный сектор экономики, имеющий нормальную или даже высокую отдачу на вложенный капитал и являющийся встроенным генератором инноваций в современном мире, от этого выигрывает мало, что, собственно, и подтверждается низкими темпами роста в развитых странах.

Необходимо также учитывать, что монетарные меры по преодолению рецессии, принятые правительствами многих развитых стран, истощили их арсеналы инструментов антикризисной политики, поскольку процентные ставки их центробанков находятся около 0, а государственные долги и бюджетные дефициты многих стран не только не сократились, но и возросли, достигнув угрожающих размеров. Например, с марта 2009 г. базовая процентная ставка Банка Англии остается на уровне 0,5 %, тогда как исторические записи, начиная с XVII в. и вплоть до 2009 г. свидетельствуют о том, что за все это время она никогда не опускалась ниже 2 %⁷. Поэтому в случае возникновения следующей рецессии центральным банкам уже не останется пространства для активной антикризисной политики, и решать вновь возникающие проблемы им будет еще труднее.

Наконец, важно отметить, что в связи с особенностями сложившейся мировой финансовой архитектуры такие действия ФРС влекут за собой глобальные последствия: «Домашнее печатание долларов означает рост инфляции в Китае, рост цен на продовольствие в Египте и надувание фондовых «пузырей» в Бразилии. Печатание денег означает, что долг США девальвируется, поскольку иностранным кредиторам деньги возвращают более дешевыми долларами. Девальвация означает рост безработицы в развивающихся странах, поскольку их экспорт становится дороже для американцев. Результирующая инфляция также означает более высокие цены на ресурсы, необходимые в развивающихся экономиках, — такие, как медь, кукуруза, нефть, пшеница. Зарубежные страны вынуждены бороться против инфляции, инспирированной США, путем предоставления субсидий, тарифов и контроля за движением капитала; валютная война быстро расширится»⁸.

В целом все это свидетельствует о том, что в стратегическом отношении главные финансовые посредники мира оказались функционально «близорукими». Они научились хорошо решать текущие проблемы антикризисного монетарного регулирования национальных экономик, правда периодически «надувая» локальные и глобальные финансовые «пузыри», тогда как в сфере финансирования реальных инвестиций ситуация выглядит заметно хуже. Это во-первых. И во-вторых, новые центры силы в мире (прежде всего, Китай, чей экономико-монетарный потенциал растет опережающими темпами⁹)

⁷ The Economist. (2015). Watch out. It is only a matter of time before the next recession strikes. The rich world is not ready. [online] Available at: <http://www.economist.com/news/leaders/21654053-it-only-matter-time-next-recession-strikes-rich-world-not-ready-watch?fsrc=nlw> [Accessed 19 Feb. 2017].

⁸ Rickards J. (2011). Currency wars: the making of the next global crisis. — London: Penguin Books Ltd.

⁹ Экономико-монетарный потенциал — это экономический индикатор, предназначенный для характеристики мощности товарно-денежного потока данной страны (своеоб-

(рис. 6.1) имеют ограниченные возможности влиять на мировую монетарную повестку дня (рис. 6.2), что, в свою очередь, создает дополнительные напряженности в мировой финансовой системе.

В ходе глобализационных процессов многие производственные мощности были перенесены из развитых стран мира в страны с низкими трудовыми затратами, получившие благодаря этому доступ к современным технологиям. В таких новых реалиях монетарная политика ведущих мировых центров накладывает ограничения на действия всех остальных влиятельных игроков, причем нередко с труднопредсказуемыми последствиями.

«Разбрасывание денег с вертолета»¹⁰ (практикуемые ведущими развитыми странами количественное смягчение за счет выкупа обязательств правительства на вторичном рынке (у банков) и кредитное смягчение (за счет выкупа на определенных сегментах рынков коммерческих бумаг, корпоративных облигаций и ценных бумаг, обеспеченных активами)) может повлечь за собой подтягивание инфляции до уровня нормальной, способствовать решорингу и «разогреву» производства, а может привести к дефляции и дальнейшей стагнации индустрии, если только массовое товарное производство «застрянет» в оффшорах.

разный аналог оборотных средств, но с той разницей, что он принимает во внимание фактор оборачиваемости — разной в отдельных странах, поскольку использует, наряду с «широкими» деньгами, показатель ВВП, созданного в результате многократного обращения этих денег за данный период). Его предлагаемая формула:

$$P_i = (G_i M_i)^{0.5},$$

где G_i — ВВП (стоимость конечных товаров, произведенных и реализованных за год) страны i ; M_i — «широкие» деньги (M2) страны i , которые обслуживали производство и реализацию этих товаров в течение года.

В международных расчетах используется только часть x_i «широких» денег, — назовем ее $M_{xi} = M_i x_i$. В процессе обращения M_{xi} обслуживает определенную долю k_i общей годовой величины W международных расчетов на сумму

$$M_{xi} v_i = W k_i,$$

где v_i — скорость обращения (число оборотов) «широких» денег в стране i .

Тогда реализованный в глобальных расчетах потенциал (с учетом того, что валюта данной страны обслуживает только часть международного товарооборота) составит $P_i = (G_i W k_i)^{0.5}$, а сравнительный экономико-монетарный потенциал страны a по отношению к стране b (с учетом разных долей участия валют этих стран в международных расчетах) —

$$\hat{P}_{a/b} = (G_a W k_a)^{0.5} (G_b W k_b)^{-0.5} = (G_a k_a)^{0.5} (G_b k_b)^{-0.5}.$$

¹⁰ Образное выражение М. Фридмена, которое характеризует специфическую монетарную политику борьбы с дефляцией и которое в одном из своих выступлений использовал бывший председатель ФРС Б. Бернадке, за что получил прозвище «Бен-Вертолет». (См.: *Hummel J.* (2011). Ben Bernanke versus Milton Friedman. The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner // *The Independent Review*, vol. 15, no. 4, pp. 485–518).

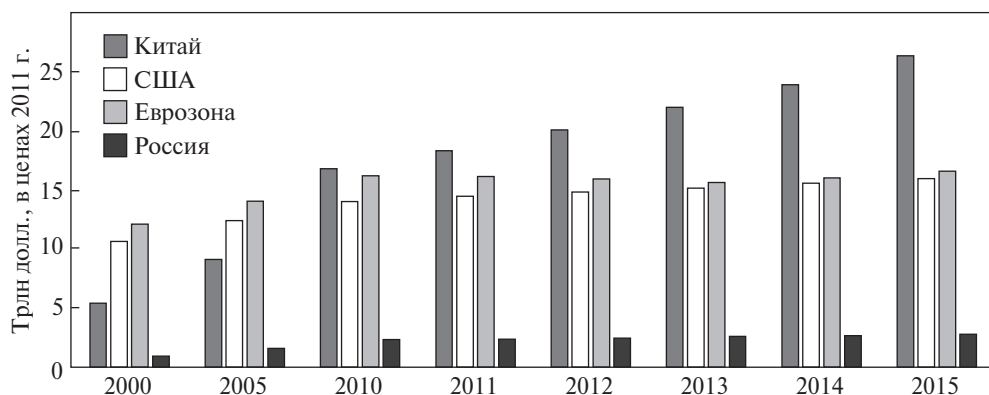


Рис. 6.1. Абсолютный экономико-монетарный потенциал отдельных монетарных центров мира (корень из произведения ВВП и M2)
Расчитано по данным: The World Bank, World Development Indicators.

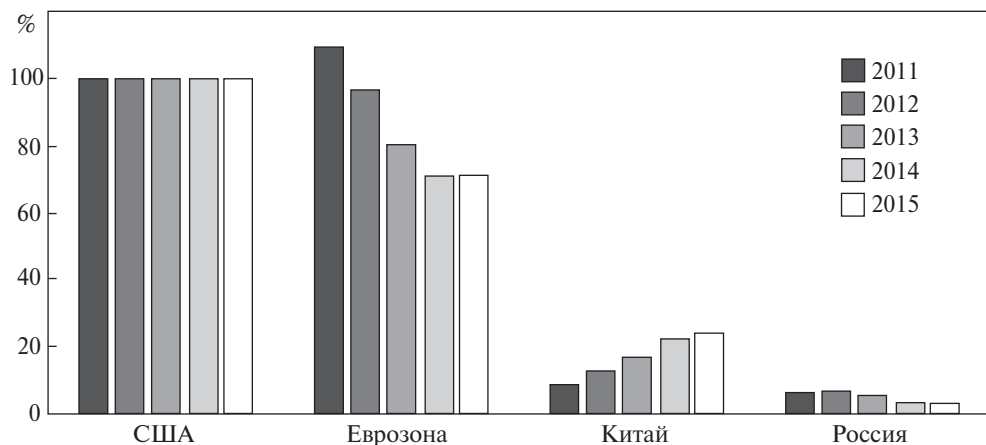


Рис. 6.2. Сравнительный экономико-монетарный потенциал отдельных монетарных центров мира (с учетом участия национальных валют в международных расчетах)
Расчитано по данным: The World Bank, World Development Indicators; SWIFT Annual Review.

Причин того, почему оно может там оставаться, несколько.

1. *Инерция.* Перемещение производства связано с большими издержками выхода с одной производственной площадки и входа на другую (в том числе транзакционными). Производственный капитал, как правило, «привязан к конкретным продуктам как посредством установленного оборудования со специфическими рабочими возможностями, так и сетью поставщиков, покупателей или дистрибьюторов в конкретном географическом регионе»¹¹. С уче-

¹¹ Перес К. (2011). Технологические революции и финансовый капитал. Динамика пузырей и периодов процветания / К. Перес; пер. с англ. Ф.В. Маевского. — М.: Дело АНХ, с. 105.

том полных издержек процессы перемещения реализовать не так просто, даже если такая задача поставлена политиками¹².

2. *Запас прочности.* В виде низких расходов на зарплату, при конкурентных мировых ценах на оборудование, сырье и на способ их соединения — технологию, он может быть достаточно большим, несмотря на рост издержек в оффшоре. Например, повышение зарплаты в Китае даже в 2 раза не подтянет ее до уровня американской. Зато при наличии массы низкооплачиваемой рабочей силы оно создает дополнительные стимулы к вовлечению новых слоев трудящихся, занятых в малопродуктивных сферах деятельности, в более продуктивную и высокооплачиваемую сферу обрабатывающего производства¹³, «разогревая» тем самым экономику через инвестиции в массовое перемещение рабочей силы¹⁴.

3. *Компенсующее снижение издержек за счет НТП.* Если в данной стране технологический уклад находится на стадии развертывания, то с относительно низкими инвестициями и небольшим временным лагом могут быть осуществлены улучшения, тормозящие импортируемый инфляционный рост издержек и/или значительно повышающие качество товаров и услуг. При этом следует учитывать, что место расположения генератора таких инноваций тяготеет к месту размещения производства: туда, где развивается индустрия, постепенно переходит наука, формируя новые территории научно-производственного сим-

¹² Характерный пример из США. В 2012 г. на встрече с руководителями ведущих технологических компаний США Барак Обама спросил Стива Джобса, можно ли перенести производство продукции Apple обратно в Америку. Джобс ответил, что сделать это невозможно и что эти рабочие места уже не вернуться («Why can't that work come home? Mr. Obama asked. Mr. Jobs's reply was unambiguous. «Those jobs aren't coming back,» he said»). Главная причина такой ситуации заключалась в том, что уровень развития инфраструктуры, а также доступность и система подготовка рабочей силы (прежде всего квалифицированных инженеров) в США не отвечали потребностям Apple, и это положение дел нельзя быстро изменить. (См.: *Duhigg C., Bradsherjan K.* (2012). How the U.S. Lost Out on iPhone Work. The New York Time. [online] Available at: http://www.nytimes.com/2012/01/22/business/apple-america-and-a-squeezed-middle-class.html?_r=1&hp=&pagewanted=all. [Accessed 29 Jan. 2017]).

¹³ Economist.com. (2015). A tightening grip. Rising Chinese wages will only strengthen Asia's hold on manufacturing. [online] Available at: <http://www.economist.com/news/briefing/21646180-rising-chinese-wages-will-only-strengthen-asias-hold-manufacturing-tightening-grip> [Accessed 19 Feb. 2017].

¹⁴ Следует отметить, что возможности КНР в этом отношении также не безграничны. Страны, где большая часть населения живет в сельской местности, действительно могут долгие годы быстро развивать экономику за счет привлечения труда крестьян и низких зарплат, как это в середине 1950-х годов обосновывал Нобелевский лауреат по экономике А. Льюис. Но в Китае, по оценкам ряда специалистов, есть признаки того, что экономические процессы уже достигли так называемой «поворотной точки Льюиса», когда источники рабочей силы иссякают, и зарплаты начинают быстро расти. По крайней мере, в 2005—2010 гг. рост численности рабочих — мигрантов из деревни был на уровне 4 %, а в 2014 г. — составил только 1,3 %. (См.: *Wildau G.* (2015). China's «migrant miracle» nears an end as cheap labour dwindles. Financial Times. [online] Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/211df974-ee47-11e4-98f9-00144feab7de.html#axzz3bXyj53yA> [Accessed 29 Jan. 2017]).

биоза. Так было в начале XX в., когда НИОКР из Европы переехали в прежнюю «мастерскую мира» — США, и так происходит в начале XXI в., когда они постепенно перемещаются в нынешнюю «мастерскую мира» — Китай и в другие страны Азиатско-Тихоокеанского региона.

В таких условиях валюта, эмитируемая развитыми странами, переходит в руки продавцов товаров китайского происхождения и через регулируемый плавающий курс юаня превращается в инъекцию национальной валюты, «разогревая» тем самым экономику Китая. Чтобы стерилизовать вновь поступающие деньги, удерживая инфляцию в пределах нормального коридора и не допуская ее перехода в неконтролируемую спираль, правительство оффшора имеет три основные возможности:

1) тезаврировать капиталы в международную ликвидность, обычной формой которой выступают долговые обязательства иностранных правительств (прежде всего, ценные бумаги Казначейства США) и золото;

2) инвестировать за пределы Китая в критически важные для национальной безопасности проекты (такие как добыча и поставка сырья, создание новых транспортных коридоров для входящих и исходящих потоков товаров и др.);

3) вкладывать деньги в ускоренное развитие национальной экономики, вовлекая в процессы производства (в том числе экспортируемых товаров, приносящих повышенную выручку в пересчете на национальную валюту) новые пласты рабочей силы и материальных ресурсов, создавая под них новые производственные мощности и инфраструктуру.

Результатами этих процессов становятся:

- экспорт инфляции из страны-эмитента в страну оффшорного производства;

- инфляционный «разогрев» оффшорного производства, сопровождающийся ростом импортируемых издержек, что обычно действует в пользу конкурентных преимуществ страны-эмитента; однако в случае определенного стечения обстоятельств (назовем его случай «х»), страна оффшорного производства может даже снизить цены реализации продукции (например, в результате избыточного инвестирования в производственные мощности и в инфраструктуру, которое наблюдалось в Китае после мирового финансово-экономического кризиса 2007—2008 гг. и/или инновационного повышения производительности труда благодаря ускоренному развитию симбиозной системы «производство—наука—производство»);

- рост государственного долга страны-эмитента, в результате чего внешние контрагенты получают в свое распоряжения рычаги политико-экономического влияния на нее¹⁵;

¹⁵ Ряд экономистов считают, что зависимость США от иностранных сбережений подвергает экономику существенным рискам. Некоторые эксперты также утверждают, что притоки дешевых капиталов способствовали возникновению финансового «пузыря» на рынке недвижимости и последующему мировому финансовому кризису, который начался в 2008 г. (См.: Morrison W., Labonte M. (2013). China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy. Congressional Research Service, CRS Report RL34314).

● в случае «х» происходит экспорт дефляции из страны оффшорного производства в виде новых потоков дешевых товаров, поступающих на территорию страны-эмитента.

Таким образом, в глобализованном мире попытки оздоровить национальные финансы с помощью денежных «вертолетов» могут «в сухом остатке» привести к некоторому «разогреву» национальной экономики и/или к парадоксальному развитию оффшорного производства, к росту благосостояния занятых в нем трудящихся и оффшорной экономики в целом, к увеличению дефицита торгового баланса страны-эмитента, потребляющей в счет государственного долга, погашение которого чревато рисками дефолта или утраты политико-экономического могущества.

Зависимости EDEs от денежного предложения и монетарной политики развитых стран не всегда критичны. Стратегически более важное значение имеют локализация, контроль и возможности дальнейшего инновационного развития сферы материального производства. Китаю и некоторым другим странам Азиатско-Тихоокеанского региона уже удалось добиться такой локализации. Сначала в Китае появились СЭЗ, разросшиеся под теплым «дождем» иностранных инвестиций, упавшим на «жирную почву» стабильных политических институтов, тысячелетних конфуцианских традиций и дешевой рабочей силы. Теперь эти СЭЗ постепенно трансформируются в «самоопыляемые» симбиозные научно-производственные системы: по объемам финансирования НИОКР Китай уверенно догоняет США, опережая все остальные страны мира, а по количеству публикаций в научных журналах он занимает 2-е место на планете¹⁶. Хотя, разумеется, в этом отношении в Китае далеко не все благополучно, и очень многое еще предстоит сделать: несмотря на растущее финансирование, улучшенную подготовку научно-технических кадров и современное научное оборудование, китайские ученые пока не добились научных прорывов, заслуживающих Нобелевских премий; наука и производство в стране остаются существенно разьединенными, и только некоторые результаты исследований успешно доводятся до уровня инновационных промышленных технологий и продуктов; при этом китайские предприятия, за редкими исключениями, все еще сильно зависят от иностранных источников ключевых технологий¹⁷.

В любом случае нынешний глобальный денежный «вертолет» подчиняется преимущественно одному «экипажу» — ФРС США, который действует, прежде всего, в интересах мирового монетарного лидера — США, создавая тем самым вызовы и проблемы для многих других стран. Таким образом, налицо фундаментальное противоречие между поднимающимися новыми центрами силы, которые накопили большой экономико-монетарный потенциал, но еще не обладают глобальной монетарной властью, и ранее сложившимися центрами силы, которые по инерции пользуются (но уже не так эффективно)

¹⁶ The World Bank. (2017). Science & Technology. Data. [online] Available at: <http://data.worldbank.org/topic/science-and-technology>[Accessed 4 Mar. 2017].

¹⁷ Cao C., Li N., Li X., Liu L. (2013). Science and Government. Reforming China's S&T system. *Science*, vol. 3, pp. 460–462.

своей глобальной монетарной властью в собственных интересах. Поэтому тот же Китай уже не хочет пассивно «промокать» под чужим денежным «дождем», а стремится усилить роль национальной денежной единицы (юаня) в глобальной монетарной системе. Это же касается и других новых центров силы.

Как уже отмечалось, в США и в ЕС потоки фиатной ликвидности в большей степени опираются на капиталоемкое производство (капитал), в Китае — на трудоемкое производство (труд), а в России — на ресурсоемкое производство (природные ресурсы)¹⁸.

В динамике каждый из описанных монетарных потоков имеет свои недостатки: опирающийся на капитал (производственный и финансовый) — проблемы, связанные с возможным отрывом финансового капитала от материального производства и с надуванием финансовых «пузырей»; опирающийся на труд — проблемы, связанные с достижением поворотной точки Льюиса; опирающийся на природные ресурсы — проблемы, связанные с волатильностью цен под воздействием НТП и некоторых других факторов.

Очевидно, что для обеспечения повышения стабильности и ликвидности фиатных монетарных потоков лучше обладать сбалансированным комплексом источников (внутренних или надежных внешних), поскольку в условиях турбулентной «новой нормальности» это позволяет легче преодолевать препятствия на пути экономического развития и придает этим потокам фундаментальную устойчивость (рис. 6.3).

В этом отношении в лучшей ситуации находятся США: в основном у них есть все три источника — капитал, труд и природные ресурсы (рис. 6.3, *a*, *b*), хотя капитал больше финансовый (преимущественно фондового типа) (рис. 6.3, *b*), чем производственный (рис. 6.3¹⁹, *в*, *г*), что в принципе чревато финансовыми «пузырями», а со временем и ослаблением доверия к доллару. Кроме того, в США структура занятости постепенно меняется, что повлечет за собой труднопредсказуемые (скорее всего, негативные) последствия для экономики и для монетарных потоков. Это происходит в связи с процессами дехристианизации США (как, впрочем, и стран ЕС), с разделением общества на конфликтующие конфессии, этнические и другие группы²⁰, с ростом в структуре населения США количества семей латиноамериканцев (англ. Hispanic, any race) и афроамериканцев (англ. Black or Afro American), у которых медианные до-

¹⁸ Всемирный банк. (2014). Доклад об экономике России. Неопределенность экономической политики ограничивает горизонт роста. — Всемирный банк, Департамент по сокращению бедности и экономической политике региона Европы и Центральной Азии, № 32, с. 40.

¹⁹ В данном случае соотношение финансового и производственного капиталов по странам оценивается косвенно, через межгосударственное сравнение финансового капитала (часть *в* рис. 6.3) с объемами материального производства, обусловленными использованием капитала производственного (часть *г* рис. 6.3). Например, в США финансовый капитал явно больше, чем в КНР, но зато доля обрабатывающей промышленности в ВВП — в 2,4 раза меньше. Из этого логично следует, что в структуре капитала США производственный капитал занимает явно меньшее место, чем в структуре капитала КНР.

²⁰ Бьюкенен П. (2003). Смерть Запада / П. Дж. Бьюкенен; пер. с англ. А. Башкирова. — М.: АСТ, 444 с.

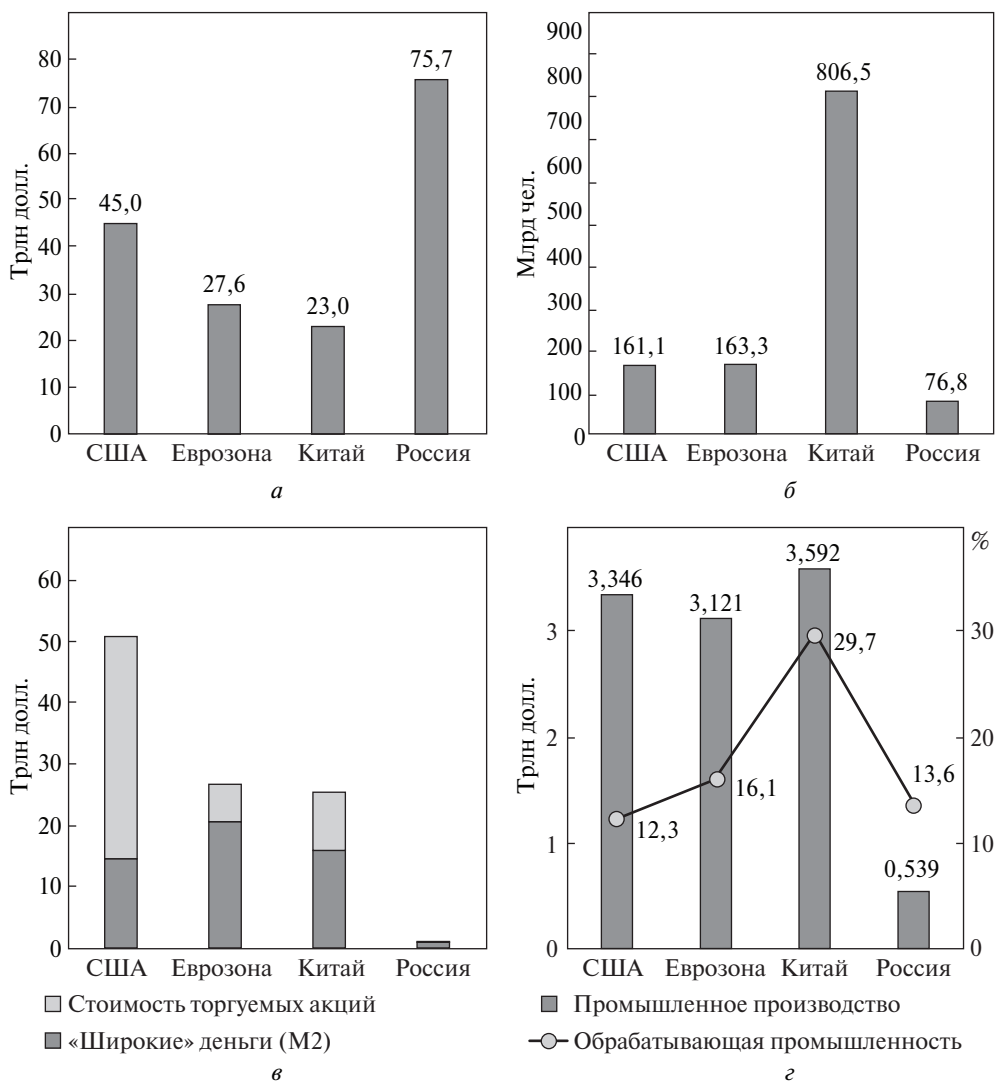


Рис. 6.3. Некоторые экономические показатели, характеризующие структуру экономико-монетарного потенциала монетарных центров мира: *а* — стоимость природных ресурсов, 2012; *б* — численность рабочей силы, 2014; *в* — финансовый капитал по элементам, 2014; *г* — промышленное производство

Составлено по данным: The World Bank, World Development Indicators; 24/7 Wall St., 2012.

(Стоимость природных ресурсов по странам мира, рассчитанная специалистами компании 24/7 WallSt., LLC, включает в себя общую стоимость разведанных запасов 10 самых ценных видов ресурсов: нефти, газа, угля, леса, золота, серебра, меди, урана, железной руды и фосфатов).

ходы традиционно ниже, чем у белых семей (англ. White, non-Hispanic), а показатели безработицы — выше²¹.

К 2050 г. нынешние небелые меньшинства (англ. any race other than non-Hispanic, single-race Whites) станут большинством, а доля латиноамериканцев может драматически возрасти с 15 до 30 %²².

Несколько хуже положение у Китая, который входит в число мировых лидеров по показателю трудовых ресурсов, существенная доля которых обладают необходимыми знаниями и умениями для участия в современном промышленном производстве. Эта страна уже накопила достаточно мощный капитал — как финансовый (правда, в отличие от США, в большей степени банковский, а не фондовый), так и производственный (в том числе в виде многих современных промышленных технологий), но находится в относительно сложной ситуации с точки зрения собственных природных ресурсов.

В еще худшем состоянии пребывает ЕС, страны которого традиционно обладают значительным капиталом, способным генерировать инновации, и опять-таки больше финансовым (причем, в отличие от США, преимущественно банковским), чем производственным. Но они имеют известные проблемы с природными и трудовыми ресурсами (в том числе обусловленные ростом неассимилированного мусульманского населения²³). А наибольшие трудности испытывает Россия, у которой есть богатые природные ресурсы, но очевидны хронические проблемы как с трудом (такие, как сложная демографическая ситуация, дефицит квалифицированных работников инженерных и рабочих профессий), так и с капиталом.

Гипотетическими соперниками для доллара США выступают экономико-монетарные альянсы ЕС—Россия и Китай—Россия: первый из них маловероятен в нынешних реалиях (в том числе в связи со сложившимися геополитическими тенденциями), а второй обладает сегодня растущим потенциалом, но пока не понятно, как он будет реализован на практике. Скорее всего, Россия, с ее природными ресурсами и центральным расположением в мировом Хартленде²⁴, будет стремиться поддерживать по возможности тесные экономические связи как с Западом, так и с Востоком.

Тем не менее, расширение для Китая доступа даже к части природных ресурсов России, а также транспортно-логистического, научно-технического и военного сотрудничества с этой страной придаст большую устойчивость китайской экономике и юаню, т. е. со временем КНР сможет бросить вызов сегодняшнему монетарному порядку. Процессы в этом направлении уже идут:

²¹ Executive Office of the President, Council of Economic Advisors. (2015). Economic Report of the President Transmitted to the Congress February 2015. Together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers, pp. 394, 398.

²² Edition.cnn.com. (2008). Minorities expected to be majority in 2050. CNN.[online] Available at: <http://edition.cnn.com/2008/US/08/13/census.minorities/>[Accessed 29 Jan. 2017].

²³ Yuhas A. (2015). Muslim population in Europe to reach 10 % by 2050, new forecast shows. The Guardian.[online] Available at: <http://www.theguardian.com/world/2015/apr/02/muslim-population-growth-christians-religion-pew>[Accessed 29 Jan. 2017].

²⁴ Mackinder H. (1904). The Geographical Pivot of History //The Geographical Journal, vol. 23, no. 4, pp. 421–437.

имеются в виду строительство новых нефте- и газопроводов, сотрудничество двух стран в космической и авиационной областях, участие китайского капитала в инвестициях в РФ²⁵, создание новых международных банков с участием Китая и РФ (Азиатский банк инфраструктурных инвестиций, Новый банк развития БРИКС) и др.

Однако вряд ли все это произойдет скоро — тем более, что США и Китай находятся в политико-экономическом клинче: в случае продажи достаточно больших порций ценных бумаг Казначейства США, которыми Китай владеет на огромные суммы, стоимость оставшихся таких бумаг будет драматически снижаться, а любые негативные шоки для американской экономики повлекут за собой падение спроса на китайский экспорт, со всеми негативными социально-экономическими и политическими последствиями²⁶.

Ввиду явной нежелательности таких пертурбаций наиболее вероятно в ближайшее десятилетие доллар не будет испытывать серьезной конкуренции. Евро и дальше будет ослабевать вследствие отставания по темпам роста экономики ЕС от мировой, проблем с природными ресурсами, нарастания демографических, межэтнических и межконфессиональных напряженностей. Влияние рубля в перспективе, возможно, несколько усилится за счет реализации потенциала Евразийского экономического пространства и расширения торговли с Китаем. Но рубль по-прежнему останется на мировой периферии. Что касается юаня, то сфера и сила его влияния продолжают расти, хотя, возможно, с переменным успехом в связи с нынешней ориентацией КНР на приоритетное развитие внутреннего рынка. Это станет возможно, если только сложившиеся тенденции сохранятся, а Китаю удастся обеспечить политическую стабильность, задействовать природно-ресурсный и транзитный потенциалы других стран (в том числе России — через экономический пояс нового Шелкового пути, стран Африки и Латинской Америки). По мере этого его производственные возможности будут трансформироваться в усиление монетарной власти в международных экономических отношениях.

А такая задача уже давно стоит на повестке дня. Как известно, Ч. Сяочуань, глава Народного банка Китая, неоднократно призывал перейти к такой международной валютной системе, которая бы позволяла использовать для платежей и инвестиций несколько валют. Этот подход уменьшил бы риски и последствия кризисов ликвидности, а также устранил бы зависимость международной валютной системы от экономических условий и суверенных интересов отдельно взятой страны²⁷.

²⁵ Russian.people.com.cn. (2015). Comment: Cooperation between China and Russia entered the stage of «high-speed development». [online] Available at: <http://russian.people.com.cn/n/2015/0625/c95181-8911435.html> [Accessed 29 Jan. 2017].

²⁶ Morrison W., Labonte M. (2013). China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy. Congressional Research Service, CRS Report RL34314.

²⁷ Subacchi P. (2015). American Leadership in a Multipolar World. Project Syndicate. [online] Available at: <http://www.project-syndicate.org/commentary/china-united-states-global-governance-by-paola-subacchi-2015-04/russian>. [Accessed 19 Feb. 2017].

Монетарная система Китая уже становится все более глобализированной: свыше 50 % не китайских предприятий используют юань для платежей за пределами Большого Китая: в Сингапуре — соответственно, 74 %, в Южной Корее — 59 %, в зоне евро — 58 %, в Великобритании — 57 %, в Северной Америке — 54 %²⁸. Такие компании, как Daimler в Германии, Ford и General Motors в США, применяют юань в расчетах как вторую наиболее используемую валюту²⁹.

Приведенные данные характеризуют рост интернационализации юаня, т. е. его использования для номинирования цен, для обслуживания международной торговли и финансовых трансакций. Но есть еще два аспекта монетарной глобализации — конвертируемость валюты по операциям с капиталом (насколько правительство ограничивает международные притоки и оттоки капиталов) и ее использование в качестве резервной (для хранения иностранными центральными банками в целях защиты от кризисов платежного баланса и для других нужд)³⁰.

Мировая практика свидетельствует, что национальная валюта может широко применяться в международных операциях, даже если существуют ограничения на потоки капитала (как сегодня в Китае). Но и то, и другое — как широкое использование национальной валюты в международных операциях, так и наличие открытого счета операций с капиталом — необходимо для того, чтобы она стала мировой резервной валютой.

Признанием успехов Китая в таком направлении, а также прогресса, достигнутого в реформах его денежно-кредитной, валютной и финансовой систем, в либерализации, интеграции и совершенствовании инфраструктуры финансовых рынков стало включение юаня с 01.10.2016 г. в корзину резервных валют МВФ³¹. Это, с одной стороны, закрепляет процесс его интернационализации и ведет к дальнейшему росту спроса государственных и частных инвесторов на активы, номинированные в китайской валюте, а с другой — связано с рисками затруднения контроля за обменным курсом юаня и оттока капиталов, со всеми комплексными последствиями из этого для китайской и мировой экономик.

²⁸ *Allen & Overy*. (2015). Generation ¥ — RMB: the new global currency. *Allenoverly.com*, an Economist Intelligence Unit report.

²⁹ *Long K.* (2015). Banking industry news & analysis of international finance. *Euromoney magazine*. [online] Available at: <http://www.euromoney.com/Article/3446564/RMB-usage-hampered-by-expertise-liquidity-deficit.html> [Accessed 29 Jan. 2017].

³⁰ *Prasad E., Ye L.* (2013). The Renminbi's Prospects as a Global Reserve Currency // *Cato Journal*, vol. 33, no. 3, p. 564.

³¹ IMF. (2016). IMF Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts. [online] Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/30/AM16-PR16440-IMF-Launches-New-SDR-Basket-Including-Chinese-Renminbi> [Accessed 29 Jan. 2017].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя черту, необходимо отметить следующее.

1. Мир еще не нашел путей решения проблем бесконфликтного развития в условиях ускоренного роста населения, ограниченности жизненно важных ресурсов и обострения экологических угроз. Все это, в свою очередь, сказывается на глобальной финансовой стабильности. И если в краткосрочном периоде можно говорить о некотором снижении глобальных финансовых рисков (поскольку замедление мирового экономического роста удалось смягчить мерами денежно-кредитной политики), то уже среднесрочные риски имеют тенденцию к возрастанию (в связи с ожиданиями продолжительного периода низкой инфляции и низких процентных ставок, низкой рентабельностью банков развитых стран, неопределенностью сроков нормализации денежно-кредитной политики и др.)¹.

Масштабы сегодняшних противоречий в глобализованном мире, а также факторы, ими движущие, с учетом нарастающего разрыва между темпами роста производства и темпами роста денежной массы формируют ситуацию «новой нормальности», находясь в которой было бы опрометчиво надеяться на достижение устойчивой финансовой стабильности в ближайшие десятилетия. Речь может идти только о временных периодах смягчения противоречий в этой сфере.

В современной глобализованной экономике, где цивилизации и государства сталкиваются в борьбе за влияние и ограниченные ресурсы, где надуваются и схлопываются финансовые «пузыри», порождая расходящиеся по всему миру волны финансовой турбулентности, правильное понимание сути происходящих перемен в монетарной политике и монетарных механизмах экономического развития, применяемых основными

¹ IMF. (2016). IMF Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts. [online] Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/30/AM16-PR16440-IMF-Launches-New-SDR-Basket-Including-Chinese-Renminbi> [Accessed 29 Jan. 2017].

мировыми игроками, — важное условие успешного решения вновь возникающих проблем.

2. Мировая финансовая система преуспела в манипулировании рынком, спекуляциях и операциях с ценными бумагами, но не справляется со своей основной задачей — посредничеством между сбережениями и инвестициями в глобальном масштабе. В структурном отношении в ближайшие десятилетия она, скорее всего, будет разделена (если абстрагироваться от британского фунта и японской иены) на неустойчивые зоны преимущественного влияния доллара (относительно стабильную), евро (сокращающуюся) и юаня (растущую). Российский рубль останется на мировой периферии, а ожидаемый некоторый рост его влияния (в том числе в связи с прогнозируемым сохранением позиций РФ в десятке ведущих экономик мира на долгосрочную перспективу²) будет носить преимущественно региональный характер.

Доллар США еще долго (как минимум, на период до 2030-х годов, на который распространяется прогноз Национального разведывательного совета³) будет оставаться ведущей мировой валютой. Это обусловлено высоким экономическим и военно-политическим потенциалом США; наличием относительно сбалансированных источников монетарных потоков; преимущественной ориентацией экономики страны на емкий внутренний рынок, а не на волатильные внешние, «эффектом колеи» — выгодами от использования доллара в целях минимизации транзакционных издержек⁴.

Высокий государственный долг США, несомненно, создает большие риски для американской и мировой экономик, однако в условиях нынешней относительной слабости экономик еврозоны и Японии, а также высокого спроса на надежные финансовые активы со стороны развивающихся стран (в том числе для накопления ими валютных резервов) этот фактор может играть скорее на поддержание ведущей роли американского доллара в мировой финансовой системе, чем на ее ослабление.

Сфера и сила влияния евро будут и дальше сокращаться, поскольку современная Европа не обладает сбалансированными источниками монетарных потоков, экономически не однородна и разделена институционально, а также слишком слаба в военно-политическом отношении, чтобы оставаться неизменно эффективной на глобальном уровне. Подтверждениями существования у ЕС фундаментальных проблем на нынешнем этапе его эволюции стали Brexit

² PWC. (2017). The long view: how will the global economic order change by 2050? www.pwc.com.

³ NIC. (2012). Global Trends 2030: Alternative Worlds. — National Intelligence Council, USA.

⁴ Чем популярнее та или иная валюта, тем она полезней для тех, кто ее держит. И даже если у кого-то появляется стимул переключиться на иную, менее популярную, валюту, то ему сначала следует убедить перейти на нее множество других агентов, прежде чем такой переход будет иметь прямой экономический смысл. Эти «издержки переключения» являются одной из причин того, что, например, фунт стерлингов по-прежнему широко используется для международных расчетов, хотя Великобритания давно потеряла лидирующие позиции в мире. (См.: *Tavlas G.* (1998). *The International Use of Currencies: The U.S. Dollar and the Euro // Finance and Development*, vol. 35, no. 2).

и вновь выдвигаемая концепция многоскоростного развития: одной скорости — для ядра ЕС из сильнейших экономик еврозоны и других скоростей — для различных групп из числа стран европейской периферии.

Что касается валюты Китая, построившего вторую в мире экономику, последовательно расширяющего свой доступ к новым технологиям и мировым природным ресурсам в дополнение к имеющимся трудовым и финансовым, а также стремящегося к более справедливому представительству в глобальной финансовой системе, то сфера и сила влияния юаня, несмотря на очевидные противоречия и трудности роста китайской экономики (связанные в том числе с избыточными долгами предприятий, большими объемами теневого кредитования и др.), продолжают возрастать. При этом темпы реализации потенциала юаня как мировой валюты будут зависеть от успешности политики Китая в отношении либерализации счета операций с капиталом, обеспечения большей гибкости валютного курса, развития финансового рынка и, разумеется, политической стабильности в стране, а также эффективности ее экономики в целом.

Однако в любом случае все идет к тому, что в условиях дальнейшей глобализации финансового развития, при одновременном усилении значения национального фактора, мир и дальше будет двигаться к мультиполярной финансовой архитектуре. Причем не по сугубо монетарным, а по фундаментальным политико-экономическим причинам, поскольку западный христианский мир постепенно отстывает под нарастающим давлением возрождающихся Востока и Юга — растущих конфуцианской, индуистской и мусульманской цивилизаций. Это обстоятельство означает неизбежные трансформации в концентрации рисков, а следовательно — «разогрев» новых очагов финансовой нестабильности, с усилением волатильности и системных рисков в долгосрочной перспективе.

3. Похоже, что в настоящее время начинается очередной виток в обострении финансовых противоречий, связанных с ужесточением борьбы валют. США обвиняют Японию и Китай в преднамеренной девальвации йены и юаня. Более того, США обвиняют и ЕС (прежде всего, Германию) в умышленном (с целью получения односторонних преимуществ) занижении курса евро⁵. В этой связи были пересмотрены позиции США в отношении заключения международных экономических соглашений (Транстихоокеанского партнерства и Трансантлантического торгового и инвестиционного партнерства), наметился поворот в экономической политике к опоре на собственные силы и на двухсторонние договоренности.

На кону всех этих новых столкновений — не монетарные преимущества и не валюты сами по себе. Главное соревнование идет за аллокацию и контроль над производством, обновляемым по быстро прогрессирующим технологиям «Индустрии 4.0» (включающим киберфизические системы и промышленный интернет вещей в комплексе с другими прорывными технологиями и новыми

⁵ Jones C. (2017). Trump's top trade adviser accuses Germany of currency exploitation // Financial Times. [online] Available at: <https://www.ft.com/content/57f104d2-e742-11e6-893c-082c54a7f539> [Accessed 8 Mar. 2017].

материалами: передовой робототехникой, 3D-печатью, металлами с заданными свойствами и эффектом памяти, пьезокристаллами, наноматериалами и др.). Принципиально важно, кто именно, используя в том числе монетарные рычаги, сможет стать лидером новой индустриальной структуры мира. Все рассмотренные в книге игроки с переменным успехом участвуют в этом соревновании. Результат будет известен уже скоро. По оценкам специалистов McKinsey & Company, к 2025 г. от 80 до 100 % мировой обрабатывающей промышленности будут охвачены технологиями промышленного интернета вещей⁶. Приблизительно к тому же времени КНР и США могут сравняться по размерам ВВП (в оценке по текущему обменному курсу)⁷.

В основном сформированная к концу 2020-х годов новая индустриальная структура мира, в сочетании с ожидаемым расширением сферы и укреплением силы влияния юаня (уже вошедшего в корзину СДР), уменьшающим разрыв между экономико-монетарным потенциалом Китая и его фактическим использованием в мировых финансово-экономических процессах, позволит подвести промежуточную черту и зафиксировать новые позиции сторон. Возможно, это, в свою очередь, обусловит временное смягчение финансовых противоречий, обострившихся сегодня в мире, если только не возникнет «черный лебедь» в виде схлопывания очередного финансового «пузыря», чреватого труднопредсказуемыми последствиями.

Что произойдет дальше, и как будут развиваться события в сфере глобальных финансов можно будет судить по динамике экономико-монетарного потенциала и его структуре, сложившейся к тому времени. Тот глобальный игрок, который в ходе формирования новой индустриальной структуры мира сумеет добиться большей динамичности его развития и сбалансированности, получит важные преимущества в дальнейшей борьбе за лидерство в мире.

⁶ *Manyika J., Chui M., Bughin J. et al. (2013). Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy. — McKinsey Global Institute.*

⁷ PWC. (2017). The long view: how will the global economic order change by 2050? www.pwc.com.

CONCLUSION

At the bottom line the following should be admitted.

1. No solutions are yet found in the world yet for the issues of non-conflict development under condition of the accelerated growth of population, limited vital resources and sharpened ecologic threats. All the above in its turn influences the global financial stability. Whereas in the short term one can talk about certain reduction of global financial risks (as the slowdown of the world economic growth was curbed by money-and-credit policy actions), the mid-term risks already enclose growth trend (referred to the expectations of the prolonged period of low inflation and low interest rates, weak profitability of the developed countries' banks, postponement of normalization of money-and-credit policy for a longer-term period etc.)¹.

The scale of current controversies in the globalized world as well as their motion factors, considering the surging gap between the rates of production and money supply growth, engender the condition of the «new normal», under which it would be imprudent to hope for achieving firm financial stability for the near decades. One can speak only of the temporary easing of the controversies in this sphere.

In the modern globalized economy where civilizations and countries run into the fight for influence and limited resources, where the financial «bubbles» swell out and blow up, raising the financial turbulence waves all over the world, correct understanding of the essence in the changes that happen in the monetary policy and monetary mechanisms for economic development, enacted by the main global players, is of importance for the successful resolving of the newly faced problems.

2. World financial system proved a success in market manipulation, speculations and operations with securities, but failed to manage its core task of intermediation of the savings and investments on the glo-

¹ IMF. (2016). IMF Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts. [online] Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/30/AM16-PR16440-IMF-Launches-New-SDR-Basket-Including-Chinese-Renminbi> [Accessed 29 Jan. 2017].

bal scale. In the near decades, the world will allegedly be separated (if to put aside British pound and Japanese yen) into the volatile zones of the predominant influence of the US dollar (relatively stable), of euro (the decelerating) and yuan (the growing). The Russian ruble remains on the global periphery, and the certain expected increase of its influence (including in connection with the forecasted retention of the Russian Federation positions among ten largest world economies on the long-term horizon²) will predominantly be of regional character.

With respect to the US dollar, this currency will remain the world-leading for a long time (at least for the period up to 2030s, where to the National Intelligence Council forecast reaches³). This is substantiated by the high economic, military and political potential of the USA; by the relatively balanced available sources of monetary flows; the preferred orientation of the country's economy on the broad domestic market, rather than on the volatile external markets, and by the «path dependence» meaning the benefits from using the US dollar to minimize transaction costs⁴.

Large state debt of the USA definitely raises high risks for the American and global economies, but under the conditions of current relative weakness of the Euro zone and Japanese economies and the high demand of the developing countries for the reliable financial assets (including for replenishment of the foreign currency reserves) this factor may be a support of the leading role of the US dollar in the global financial system, rather than its weakening.

The sphere and the intensity of influence of euro will further deteriorate as the modern Europe does not possess the balanced sources of the monetary flows, and is variegated by its economy and institutionally separated, also being too weak by its military and political position, which restricts its ability to permanently remain effective on the global level. The evidence of the fundamental problems in the EU on the current stage of its evolution included Brexit and concept of multi-speed development proposed again: one speed for the core of the EU consisting of the most powerful economies of the Euro zone and another speed for various groups of countries of the European periphery.

To take the currency of China, which managed to build the second largest global economy and to gradually broaden its access to the new technologies and world natural resources in addition to the available labor and financial resources, and to strive for being represented in the global financial system more justifiably, the sphere and the width of Yuan (RMB) influence continue the upsurge regardless the obvious contro-

² PWC. (2017). The long view: how will the global economic order change by 2050? www.pwc.com.

³ NIC. (2012). Global Trends 2030: Alternative Worlds. — National Intelligence Council, USA.

⁴ The more popular one or another currency is, the more advantageous it is for its holders. And even if a stimulus appears to switch to another less popular currency, one will have to persuade other numerous agents to switch to it, before the switch gains direct economic sense. These «costs of switch» generate one of the reasons that, for instance, pound sterling is still widely used in the international settlements, although Great Britain lost its leading positions in the world long ago. (See: *Tavlas G.* (1998). The International Use of Currencies: The U.S. Dollar and the Euro // Finance and Development, vol. 35, no. 2).

versies and difficulties in the growth of the Chinese economy (related among other to the excess debts of the enterprises, large volumes of shadow lending etc.). At the same time, the Yuan potential as the global-wide currency will depend on the success of China currency with regard to the liberalization of capital account operations, ensuring higher flexibility of the exchange rate, financial market development and of course political stability in the country as well as efficiency of its economy in the whole.

However, in any case, the world may further move to a multi-polar financial architecture under the circumstances of followed globalization of financial development, at the simultaneous affirmation of the national factor, related thereto not merely by pure monetary, but also by fundamental political and economic reasons, since the Western Christian world gradually gives up under the growing pressure of the reviving East and South, the growing Confucian, Hindu and Muslim civilizations. This circumstance means the inevitable transformations of risk concentration, and as a result, «heating» of the new seats of financial instability with the reinforcing volatility and system risks in the long term.

3. In view of toughened competition of the currencies, next turn of sharpening financial controversies seems to begin upon the present time. US accused Japan and China of the purposeful devaluation of the yen and Yuan. Moreover, US accused the EU (foremost, Germany) of the intended devaluing of euro exchange rate (with the aim to receive unilateral advantages)⁵. In this connection, the US positions were reviewed with relation to concluding international economic agreements (Transpacific Partnership and Transatlantic Trade and Investment Partnership), the turn to the foothold of own possibilities in bilateral agreements outlined in the economic policy.

At stake of these new clashes, no monetary advantages and currencies exist on their own. The main competition is for the allocation and control over production, renewable under the rapid-progress technologies of «Industry 4.0» (inclusive of cyber-physical systems and industrial internet of things in complex with other groundbreaking technologies and new materials: forefront robotics, 3D-seal, metals with the pre-defined features and memory effect, piezo-crystals, nanomaterials etc.). Of foremost importance is to name the leader of the new industrial structure of the world among other able to use monetary levers. All the players reviewed in the book participate in this competition with mixed results. The outcome will be revealed soon. According to McKinsey & Company specialists' estimations, up to 2025, 80—100 % of the world manufacturing will be covered with technologies of the industrial internet of things⁶. Approximately at that time, People's Republic of China and the USA will be able to equalize by the GDP size (as estimated at the current exchange rate)⁷.

In its core, the new industrial structure of the world formed up to end-2020s, combined with the expected widening of the sphere and strengthening of the Yuan

⁵ Jones C. (2017). Trump's top trade adviser accuses Germany of currency exploitation // Financial Times. [online] Available at: <https://www.ft.com/content/57f104d2-e742-11e6-893c-082c54a7f539> [Accessed 8 Mar. 2017].

⁶ Manyika J., Chui M., Bughin J. et al. (2013). Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy. — McKinsey Global Institute.

⁷ PWC. (2017). The long view: how will the global economic order change by 2050? www.pwc.com.

CONCLUSION

influence (already included into the SDR basket), narrowing gap between economic and monetary potential of China and its actual utilization in world financial and economic processes, will allow to draw the interim line and fix the new positions of the parties. In its turn, this might possibly stipulate the temporary easing of financial controversies sharpened on the global scale today, if only the «black swan» of next folding financial «bubble» does not arise, involving the difficult-predictable consequences.

One can judge upon the economic and monetary potential dynamics and its structure at the time to come, what will follow next, which developments will take place (including in the sphere of global finance). The global player who in the course of formation of the new industrial structure of the world will be able to reach higher dynamism of development and balance, will also receive important advantages in the further competition for the global leadership.

SUMMARY

Based on the application of the developed concept of the economic and monetary potential, it is justified that in the medium term the world is likely to be generally divided into (if you ignore the British pound and the Japanese yen) the unstable predominant areas of US dollar (relatively stable), Euro (decreasing), and RMB (increasing). The Russian ruble will remain on the world's periphery and the potential growth of its influence will only be of a regional character. In general, the world will move to a multipolar financial architecture, the formation of which is connected with the «warming up» of new hotbeds of financial strains.

Nevertheless, the US dollar will still remain the world's leading currency for a long time (at least until the 2030s), due to the high political and military, and economic influence of the USA, the relatively balanced monetary flows' sources, the orientation of the economy on large internal market, rather than on volatile external markets as well as taking into account the «path dependence», in this case, the benefits from using the dollar of the minimizing transaction costs standpoint.

The book also substantiates that in the medium-term agenda, despite the fact that the leading central banks managed to pacify the global crisis of 2007—2008, to improve the prospects for the developed economies and to begin the processes of normalizing the monetary policy, there remain the following questions of: distorted asset values and high risks in the non-financial sector, which is being restructured on cyber-physical technologies; persistently low interest rates in many developed countries; overheated credit and securities markets; high levels of global and national debts; targeted use of national currencies in order to achieve unilateral trading advantages, new challenges related to the restructuring of the financial intermediation sector on the fintech principles, etc. This is exactly the modern «new normality» under which turbulent processes of shaping the new political and economic structure of the world will take place in the coming years. This agenda defines the features of the current «financial normality», in which the new political and economic structure of the world will be formed in the forthcoming years.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
---------------	---

ГЛАВА 1

ГЛОБАЛЬНАЯ ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ КАК «НОВАЯ НОРМАЛЬНОСТЬ» СОВРЕМЕННОГО МИРА	5
--	----------

ГЛАВА 2

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИКИ США	14
--	-----------

2.1. Современные особенности монетарного механизма экономики США	17
Экономический и институциональный контексты функционирования монетарного механизма экономики США	17
Меры монетарного стимулирования ФРС, направленные на преодоление финансово-экономического кризиса	21
2.2. Действенность монетарного механизма экономики США	25
Динамика процентных ставок	28
Кредитование	31
Фондовый рынок	35
Рынок труда	39
Стимулирование экономического роста	42
Выводы	46

ГЛАВА 3

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИКИ ЕС	51
---	-----------

3.1. Современные особенности монетарного механизма экономик стран еврозоны	55
Экономический и институциональный контексты действия монетарного механизма экономик стран еврозоны	55
Европейский долговой кризис и монетарное стимулирование экономик стран еврозоны	64
3.2. Действенность монетарного механизма экономик стран еврозоны	70
Динамика процентных ставок	70
Кредитование	75
Фондовый рынок	78
Рынок труда	81
Стимулирование экономического роста	84
Выводы	87

ГЛАВА 4

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИКИ КИТАЯ 92

- 4.1. Современные особенности монетарного механизма экономики Китая 95
 - Экономический и институциональный контексты действия монетарного механизма экономики Китая 95
 - Монетарное стимулирование экономики Китая 104
- 4.2. Действенность монетарного механизма экономики Китая 109
 - Динамика процентных ставок 109
 - Кредитование 113
 - Фондовый рынок 117
 - Рынок труда 121
 - Стимулирование экономического роста 124
 - Выводы 128

ГЛАВА 5

МОНЕТАРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИКИ РОССИИ 133

- 5.1. Современные особенности монетарного механизма экономики России 136
 - Экономический и институциональный контексты действия монетарного механизма экономики России 136
 - Монетарное стимулирование экономики России в 2009—2016 гг. Влияние экономических санкций 143
- 5.2. Действенность монетарного механизма экономики России 150
 - Динамика процентных ставок 150
 - Кредитование 153
 - Фондовый рынок 156
 - Рынок труда 161
 - Стимулирование экономического роста 164
 - Выводы 168

ГЛАВА 6

МОНЕТАРНЫЕ ЦЕНТРЫ МИРА: РАССТАНОВКА СИЛ И ПЕРСПЕКТИВЫ 174

- ЗАКЛЮЧЕНИЕ 187
- CONCLUSION 191
- SUMMARY 195

CONTENTS

INTRODUCTION.....	3
-------------------	---

CHAPTER 1

GLOBAL FINANCIAL INSTABILITY AS THE «NEW NORMAL» OF THE MODERN WORLD	5
---	---

CHAPTER 2

MONETARY MECHANISM OF THE US ECONOMY	14
---	----

2.1. Current peculiarities of the monetary mechanism of the US economy.....	17
Economic and institutional context of functioning of the US monetary mechanism	17
The Fed actions of monetary easing directed to overcome the financial and economic crisis	21
2.2. Efficiency of the monetary mechanism in the US economy	25
Interest rates' dynamics	28
Lending	31
Securities market	35
Labor market	39
Fostering economic growth	42
Summary	46

CHAPTER 3

MONETARY MECHANISM OF THE EU ECONOMY	51
---	----

3.1. Current peculiarities of the monetary mechanism of the Eurozone economy	55
Economic and institutional context of functioning of the Eurozone monetary mechanism	55
European debt crisis and monetary easing for the economies in the Eurozone countries	64
3.2. Efficiency of the monetary mechanism in the Eurozone economy	70
Interest rates' dynamics	70
Lending	75
Securities market	78
Labor market	81
Fostering economic growth	84
Summary	87

CHAPTER 4

MONETARY MECHANISM OF THE ECONOMY IN CHINA 92

4.1. Current peculiarities of the monetary mechanism of the Chinese economy 95
 Economic and institutional context of functioning of the monetary mechanism of the Chinese economy 95
 Monetary easing of the Chinese economy 104

4.2. Efficiency of the monetary mechanism in the economy of China 109
 Interest rates' dynamics 109
 Lending 113
 Securities market 117
 Labor market 121
 Fostering economic growth 124
 Summary 128

CHAPTER 5

MONETARY MECHANISM OF THE ECONOMY IN RUSSIA 133

5.1. Current peculiarities of the monetary mechanism of the economy of Russia 136
 Economic and institutional context of functioning of the monetary mechanism of the economy of Russia 136
 Monetary easing actions of the Central Bank of the Russian Federation in 2009—2016. Impact of economic sanctions 143

5.2. Efficiency of the monetary mechanism in the Russian Federation 150
 Interest rates' dynamics 150
 Lending 153
 Securities market 156
 Labor market 161
 Fostering economic growth 164
 Summary 168

CHAPTER 6

GLOBAL MONETARY CENTERS: BALANCE OF FORCES AND PERSPECTIVES 174

CONCLUSION (in Russian) 187
CONCLUSION 191
SUMMARY 195

Досліджено теоретичні та прикладні аспекти трансформації монетарних механізмів розвинених країн (США і ЄС) і великих емерджентних економік (Китаю та Росії) в умовах глобальної фінансової нестабільності. Значну увагу приділено аналізу використання інструментарію грошово-кредитної політики з метою стимулювання економічного зростання після світової фінансово-економічної кризи.

Для наукових співробітників, викладачів, аспірантів, всіх, хто цікавиться проблемами монетарної політики і геоекономіки.

Наукове видання

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ

ДЕРЖАВНА УСТАНОВА «ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ

ТА ПРОГНОЗУВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ АКАДЕМІЇ НАУК УКРАЇНИ»

ВИШНЕВСЬКИЙ Валентин Павлович

ВИШНЕВСЬКА Олена Миколаївна

МАТЮШИН Олексій Валерійович

ШЕЛУДЬКО Наталія Михайлівна

МОНЕТАРНА ВЛАДА
В СУЧАСНОМУ СВІТІ.
ХТО
КИНЕ ВИКЛИК
ДОЛАРУ?

За редакцією

В.П. ВИШНЕВСЬКОГО, Н.М. ШЕЛУДЬКО

Редактор *Н.В. Єгорченкова*

Редактор англomовних текстів *К.В. Ануфрієва*

Художнє оформлення *Є.О. Ільницького*

Технічний редактор *Т.М. Шендерович*

Комп'ютерна верстка *О.А. Бурдік*

Підп. до друку 15.12.2017. Формат 70 × 100/16.

Гарн. Ньютон. Ум. друк. арк. 16,25. Обл.-вид. арк. 16,20.

Тираж 200 прим. Зам. № 5117.

Видавець і виготовлювач

Видавничий дім «Академперіодика» НАН України

01004, Київ-4, вул. Терещенківська, 4

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 544

від 27.07.2001 р.