

## Факторы изменения национальных финансовых систем

© 2013 Колесников Николай Юрьевич  
кандидат экономических наук  
Российский университет дружбы народов  
117198, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, д. 6  
E-mail: oet2004@yandex.ru

Речь идет о факторах среднесрочного развития глобальной экономики. Выделяются страны-драйверы роста экономической активности, страны с развивающимся рынком и развивающиеся страны, которые продемонстрировали затухание темпов экономического роста. Обосновываются риски финансовой нестабильности на глобальном экономическом пространстве и факторы, их предопределяющие.

*Ключевые слова:* глобальный экономический кризис, экономическая активность, риски финансовой нестабильности, инфляция, дефляция, активы, рыночная цена и реальная стоимость национальных суверенных долгов.

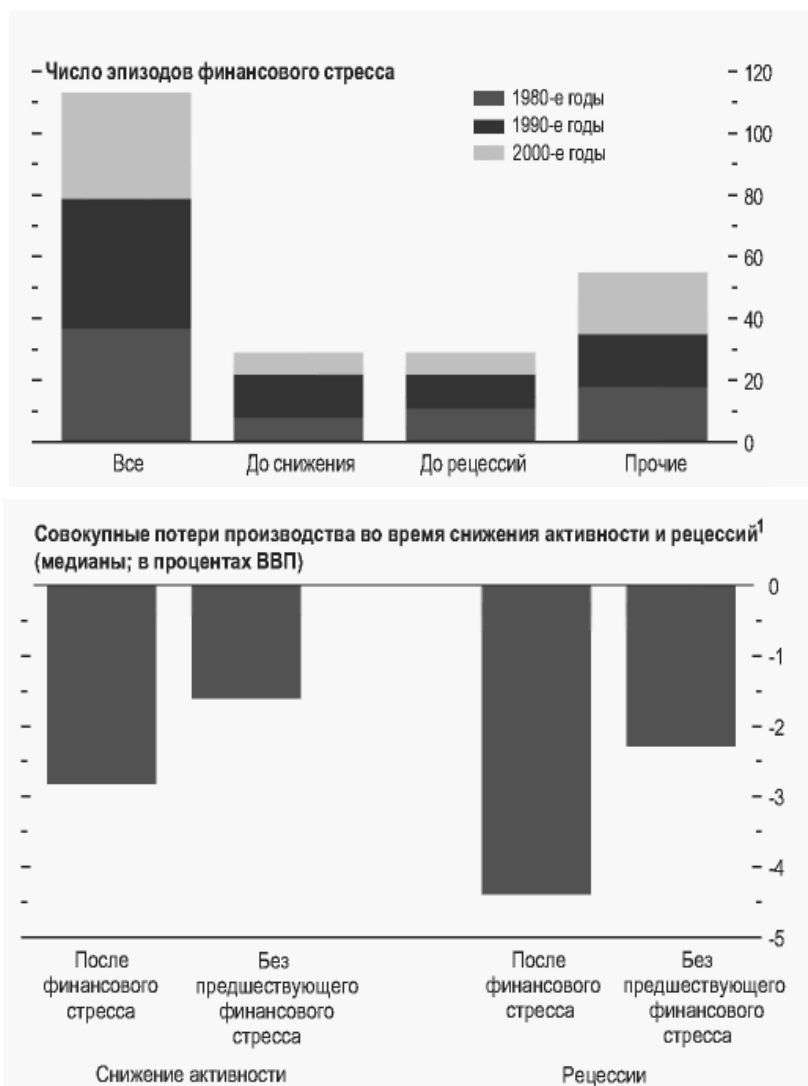
На рубеже веков произошли кардинальные изменения в сфере международных экономических, денежно-кредитных и финансовых отношений. Их многократное расширение и углубление предопределили появление нового качества трансграничных хозяйственных связей: они генерировали структуру новых системных образований - глобальной экономики и глобальных финансов. В результате односторонняя зависимость участников различных форм международного разделения и кооперации труда трансформировалась в функциональную взаимозависимость, разорвать которую стало невозможно и силу приобретения значительных конкурентных преимуществ участвующих сторон и растущей доли добавленной стоимости, перераспределяемой в их пользу в результате транснационального воспроизводства. Обособление материальных и финансовых потоков в системе глобальной экономики усугубило проблему взаимодействия внешних и внутренних факторов экономического развития стран с открытой экономикой.

Качественное изменение взаимосвязей в рамках как мировой экономической системы, так и ее национальных элементов, выделение глобальных финансовых отношений в первостепенно значимую подсистему геоэкономики, предопределяющую вектор изменения последней, не могли не изменить взаимодействие финансовых шоков и экономической рецессии в цикле макроэкономической динамики на глобальном экономическом пространстве<sup>1</sup>. Все это в совокупности предопределило новое качество глобального финансового кризиса 2008 г., сделав его по содержанию структурным, что позволило поставить в центр финансовой нестабильности глобальную финансовую систему. Именно она на рубеже веков приобрела качество глобального трансмис-

сионного механизма, способного мгновенно перемещать воздействие финансовых шоков, произошедших в одной или нескольких странах мира, в остальных национальных экономических системах и дублировать их в более острых или смягченных формах проявления<sup>2</sup>.

Не случайно, развивая теорию Дж.М. Кейнса, Х. Мински отмечал, что “для понимания краткосрочной динамики бизнес-цикла и долгосрочной эволюции экономики необходимо понимать правила, которые определяют доминирующие финансовые взаимоотношения, и фактор, обуславливающий организацию финансовой системы”<sup>3</sup>. Таким фактором Х. Мински признает финансовые институты на глобальном экономическом пространстве, которые постоянно революционизируют структуру и институциональные условия финансовых взаимоотношений в мировой экономике.

При таком подходе финансовая система становится ключевым фактором хозяйственного развития: этот постулат лежит в основе теории финансового развития, названной Х. Мински “гипотезой финансовой нестабильности”. Она получила подтверждение на основе эмпирических данных, описывающих финансовые кризисы последних десятилетий XX в. - начала XXI в. Речь идет об особенностях развития более сотни финансовых и экономических кризисов в 17 развитых странах в период 30 последних лет (см. рисунок). Эмпирические данные, описывающие экономическую и финансовую конъюнктуру в период хозяйственной нестабильности, показывают, что за анализируемый период (1980-2000-е гг.) количество финансовых кризисов распределялось приблизительно равномерно в каждом из десятилетий и их развитие имело традиционную динамику (см. рисунок, верхнюю часть).



**Рис. Общее количество финансовых кризисов в 17 развитых странах мира, их корреляция с экономическими спадами и сопровождающие их совокупные экономические потери в системе воспроизводства ВВП**

*Источники:* Haver Analytics; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, Economic Outlook (2008).

\* Измеряются как совокупные потери производства, когда производство ниже тренда Ходрика-Прескотта в случае снижения активности, и как совокупные потери до подъема в случае рецессии.

На нижней части рисунка видно, что не всегда причинами экономического спада были финансовые стрессы (шоки). Но в случае, когда экономическим спадам предшествовал финансовый кризис, снижение темпов роста промышленного производства и ВВП 17 стран мира было значительно больше, чем в условиях отсутствия финансовых шоков. И эта особенность проявляется как на стадии снижения активности, так и в фазе рецессии.

Другими словами, в случае, когда фазы экономической рецессии следовали непосредственно за финансовыми кризисами (т.е. были обусловлены ими), экономические шоки были более глубокими и продолжительными, сопровожда-

ясь значительным падением хозяйственной активности в стране, нежели в условиях отсутствия финансовых шоков (см. рисунок, нижнюю часть). При этом медиана совокупного сокращения производства (относительно тренда или до подъема) составляет около 3 % ВВП для фаз снижения активности после финансового стресса и примерно 4,5 % ВВП для рецессии после финансового стресса. Эти показатели значительно выше оценок падения экономической активности и рецессии, которым не предшествовал финансовый стресс (соответственно, около 1,5 % и 2,25 %) (см. рисунок)<sup>4</sup>.

В результате анализа динамики показателей можно сделать вывод о том, что стресс в банков-

ской системе вызывает, как правило, более серьезные негативные последствия для национального воспроизводства в целом, чем финансовые шоки, вызванные падением котировок на рынке ценных бумаг или стрессами на валютном рынке, при условии, что банковская система в последнем случае продолжает функционировать в нормальном режиме.

Большая часть имевших место случаев финансового стресса, за которыми последовал экономической спад, связаны с нестабильностью банковской системы. Причем наступившие фазы экономической рецессии чаще всего были более продолжительными и вызывали значительно большее торможение темпов роста ВВП, нежели финансовые стрессы, связанные с нестабильностью на фондовых и валютных рынках (см. таблицу).

актуальной в связи с тем, что до сих пор она является предметом споров в академических и политических кругах во всех странах мира. А между тем, глобальный финансовый кризис 2008 г. многократно увеличил значимость этой проблемы применительно как к геоэкономике, так и к национальным хозяйствам стран мира.

Со второй половины 2013 г. глобальная экономика за счет развитых стран мира несколько стабилизировалась в своем росте. По расчетам экспертов Международного валютного фонда, данная тенденция укрепитя в ближайшие два года<sup>6</sup>. При этом в роли главных драйверов экономического прогресса на глобальном экономическом пространстве в 2014-2015 гг. выступят страны с развитой экономикой. Речь идет о прогнозных значениях темпов роста глобальной эко-

Описательные статистики по эпизодам финансового стресса

	Число эпизодов*					Продолжительность эпизодов (средняя, в кварталах)
	Всего	1980-е	1190-е	2000-е	Текущий	
Финансовый стресс	113	37	42	34	16	24
В том числе, связанные:						
с банками	43	12	19	12	4	24
с рынком ценных бумаг	50	19	12	19	11	24
с валютным рынком	20	6	11	3	1	24
Для справки:						
Связанные с банками	60	16	25	19	10	26
В том числе:						
Свыше медианы продолжительности для систем, основанных на независимости сторон	31	9	13	9	4	24
Ниже медианы продолжительности для систем, основанных на независимости сторон	27	7	11	9	5	29

Источник. Расчеты персонала МВФ.

\* Включены следующие страны: Австралия, Австрия, Бельгия, Соединенное Королевство, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония.

В результате анализа взаимодействия фаз финансовых шоков и экономической рецессии в циклах макроэкономической динамики в мире можно утверждать, что именно с глобальными финансами связан трансмиссионный механизм перемещения глобальных финансовых и экономических шоков в мировой экономике и в этом заложен основной ресурс нестабильности хозяйственной системы<sup>5</sup>. Именно в этом заключается новая характеристика глобальной “финансовой” экономики.

Указанное свидетельствует о том, что в современных условиях серьезной научной и практической проблемой становится выявление причин взрывания финансового кризиса и механизмов его развития и перерастания в фазу экономической рецессии. Проблема адекватной оценки особенностей финансовых циклов и их воздействия на циклы макроэкономической динамики становится все более

номики в 2014 г. на уровне примерно в 3,7 % и в 2015 г. - около 3,9 %<sup>7</sup>.

Тем не менее сохраняющаяся до сего момента проблема экономической и финансовой нестабильности в ряде регионов мира и высоких рисков “надувания финансовых пузырей” предопределяет постоянное присутствие негативных факторов, которые и заставляют учитывать наличие рисков снижения темпов роста глобальной экономики.

Что касается стран с развитой экономикой, то разрывы в них в процессах воспроизводства остаются в целом довольно значительными, а это заставляет управлять рисками финансовой нестабильности с помощью инструментов адаптивного курса монетарной политики параллельно с укреплением курса на бюджетную консолидацию<sup>8</sup>. Мультипликционный эффект стабилизации экономического роста в развитом сегмен-

те глобальной экономики будет проявляться в том, что усиление внешнего спроса стран этой группы позволит стимулировать темпы роста в странах с формирующимся рынком и в развивающихся странах. При этом следует принимать во внимание резкое падение экономического роста в них и посему допускать возможность недостижимости того мультипликационного эффекта, на который рассчитывают международные организации.

Некоторые страны с падающими и незначительными экономическими результатами по итогам 2013 г., скорее всего, обладают потенциалом для поддержки экономики с помощью инструментов денежно-кредитной политики. В других странах этой группы объем производства валового внутреннего продукта (ВВП) практически достиг уровня потенциального его значения, что позволяет выделить в качестве главных факторов снижения темпов экономической активности в них структурные и/или циклические. В случае справедливости данных положений государства этих стран должны ориентироваться на неукоснительное продолжение структурных реформ в качестве стабильной основы поступательного ускорения роста ВВП. Это позволит решить и другие проблемы национальных экономик, связанные с ухудшением качества кредита и увеличением оттоков капитала.

Сложившаяся структура факторов роста глобальной экономики предопределила рост объемов мировой торговли, зафиксированный во второй половине 2013 г. Он был обусловлен увеличением спроса на конечную продукцию в странах с развитой экономикой по мере увеличения товарных запасов. Со стороны стран с формирующимся рынком стимул роста мировой торговли был связан с оживлением их экспорта наряду с сокращением внутреннего спроса в этих странах. В качестве исключения из данной тенденции можно выделить только Китай.

Что касается финансовых условий, то в странах с развитой экономикой они постепенно менялись, особенно с 18 декабря 2013 г., когда Совет Федеральной резервной системы США заявил о намерении сокращать меры количественного смягчения. Это обусловило сокращение премий за риск по государственному долгу тех стран зоны евро, кто пострадал в результате глобального финансового кризиса<sup>9</sup>.

В странах с формирующимся рынком, напротив, несмотря на относительно устойчивые потоки капитала, финансовые условия отличаются жесткостью, особенно после неожиданных официальных заявлений в мае 2013 г. официальных представителей США о стремлении со-

кратить программы приобретения активов. В итоге цены на акции и в январе 2014 г. не восстановились полностью, хотя доходность по многим суверенным облигациям несколько повысилась, и некоторые национальные валюты испытывают определенное давление в этой связи.

По прогнозам МВФ, темпы роста глобальной экономики в целом достигнут уровня 3,7 % в 2014 г. и 3,9 % в 2015 г. Однако в качестве главных рисков торможения экономической активности выступают риски низкой инфляцией (сегодня достаточно широко стали обсуждать проблему дефляции) в странах с развитой экономикой, особенно в зоне евро. Другими словами, инфляция остается ниже целевых уровней, что будет инициировать в долгосрочном периоде постепенное снижение долгосрочных инфляционных ожиданий. В результате более низкой, чем ожидалось, инфляции увеличивается реальное бремя задолженности и возникает риск преждевременного повышения реальных процентных ставок. При этом возможности денежно-кредитной политики государств данных стран снизить номинальные процентные ставки весьма ограничены. Все это увеличивает вероятность дефляции в случае неблагоприятных шоков для экономической активности.

Помимо того, сохраняются риски наращивания финансовой нестабильности. В первую очередь, это касается стран с формирующимся рынком, в которых доля заемных средств корпораций выросла и привела к увеличению рисков непогашения обязательств в иностранной валюте. В ряде стран из этой группы на оценке стоимости активов может сказаться и расхождение роста реальных процентных ставок с ожиданиями инвесторов, что может инициировать отток капитала из стран.

Последние изменения в странах с формирующимся рынком и в развивающихся странах наглядно показывают необходимость управлять рисками смены направления потоков капитала. Особенно уязвимыми в этом отношении представляются страны, имеющие слабые места во внутренней экономике и отчасти связанные с ними дефициты по счету текущих внешних операций. Следует допускать снижение обменных курсов в ответ на ухудшение условий внешнего финансирования. В случаях, когда возможности для корректировки обменного курса ограничены (ввиду балансовых несоответствий и других факторов финансовой уязвимости или значительного воздействия обменного курса на инфляцию из-за недостаточно прозрачных или недостаточно последовательно применяемых систем денежно-кредитной политики), директивным органам

может потребоваться рассмотреть сочетание более жесткой макроэкономической политики и более действенных мер регулирования и надзора. Существовавшее до 2013 г. оживление в экономике Китая показывает, что главной движущей силой динамики роста остаются инвестиции. Необходимо продолжать перебалансирование внутреннего спроса от инвестиций к потреблению, чтобы эффективно противодействовать рискам финансовой нестабильности под влиянием чрезмерных инвестиций.

Экономическая политика в России сталкивается с такими вызовами в среднесрочной перспективе, как углубление структурных реформ, снижение инфляции и развитие длинных денег.

---

<sup>1</sup> Пилипенко З.А. Глобальный экономический кризис: некоторые оценки причин, механизмов и показателей глобальной финансовой устойчивости // Вызовы глобализации инновационному развитию / под ред. М.В. Кулакова, М.Н. Осьмовой. М., 2010.

<sup>2</sup> Пилипенко З.А. Глобальные финансовые шоки в системе факторов развития мировой экономики // Вопросы экономики и права. 2010. □ 12.

<sup>3</sup> Коуз М.Э. Финансовая глобализация: не ограничиваясь порицаниями / Коуз М.Э. [и др.] // Финансы и развитие. 2008. Март. С. 9-13.

<sup>4</sup> OECD, Economic Outlook. 2012.

<sup>5</sup> Пилипенко З.А. Особенности механизма развития современного глобального кризиса // Экономические науки. 2009. □ 12 (61). С. 20-27.

<sup>6</sup> World economic outlook: a survey by the staff of the International Monetary Fund. Washington, DC, 2013.

<sup>7</sup> Бюллетень основных прогнозов ПРМЭ. Вашингтон. 2014. 21 янв.

<sup>8</sup> Пилипенко О.И. Факторы эффективности антикризисной фискальной политики государства в условиях посткризисной динамики // Вопросы экономики и права. 2011. □ 10. С. 169-175.

<sup>9</sup> Клепач А., Куранов Г. О циклических волнах и развитии экономики США и России (вопросы методологии анализа) // Вопросы экономики. 2013. □ 11.

Поступила в редакцию 05.11.2013 г.