

ВНЕШНИЕ РИСКИ И ЭКОНОМИКА РОССИИ¹

Валерий Лохмачев,
Виктор Татузов

сотрудники
Центра стратегического
анализа Росбанка

ПОЛИТИКА

Высокая степень интегрированности России в мировую экономику делает оценки дальнейшего развития отечественной экономики, и в первую очередь валютно-финансовой системы, невозможными без учета глобальных тенденций. На положение России во многом активно влияет динамика экономической политики и экономических процессов в развитых странах, формирующих характер современной глобализации. От воздействия внешних факторов все в большей степени зависят темпы экономического роста, темп инфляции, денежно-кредитная политика, курс рубля, показатели платежного баланса и внешнего долга, состояние фондового рынка, структура экономики и многие другие показатели.



Виктор Татузов

Тенденции мировой экономики и системные риски

Усиление глобальных дисбалансов

Эксперты по-разному оценивают перспективы мировой экономики в 2006-2007 годах, которые, как представляется, становятся в значительной степени трудно прогнозируемыми. Среди организаций, дающих умеренно оптимистические прогнозы, следует отметить, в частности, МВФ, сохраняю-

щий достаточный оптимизм относительно итогов текущего года. В то же время, согласно последнему обзору мировой экономики (сентябрь 2006 года), Фонд подчеркивает растущие риски резкого замедления роста глобальной экономики в 2007 году².

Общую неопределенность усиливает становящаяся все более отчетливой неоднородность мирового экономического пространства. Глобальные процессы в настоящее время определяются более широким, чем раньше, кругом стран – не только промышленно развитыми странами, но и группой развивающихся государств (ОПЕК, NICs, BRICs), активно влияющих на ход экономических процессов в мире. Конкуренция между странами за рынки сбыта, за финансовые ресурсы, за источники сырья приводит к колебаниям цен на нефть, к инфляционным тенденциям, к перегреву фондового рынка и другим важным мирохозяйственным явлениям.

В результате в ближайшей перспективе, по мнению большинства экспертов, мировая экономика будет формироваться под воздействием усиливающихся глобальных дисбалансов, проявляющихся в неравномерном росте ВВП, устойчи-



Валерий Лохмачев

во высокой инфляции, повышении процентных ставок, возможном понижении курса доллара и пр. Так, в частности, журнал «Экономист» («The Economist») приводит оценки некоторых экспертов Morgan Stanley, оценивающих вероятность спада в мировой экономике в 2007 году на уровне примерно 40%³.

В обозримом будущем отдельные известные зарубежные исследовательские центры даже прогнозируют возможность наступ-

¹ Статья подготовлена на основе материала Центра стратегического анализа Росбанка "Актуальные внешние риски и экономика России" (<http://www.rosbank.ru/ru/analytics/macro>).

² World Economic Outlook, IMF, 2006. September. PP. xiii-xiv, 1-29.

³ The Economist. 24.06.2006 г.

ления мирового кризиса, аналогичного Великой депрессии 1929-1933 годов, со всеми вытекающими отсюда разрушительными последствиями⁴.

Тревожные оценки нередко связаны как с тенденциями мировой экономики в целом, так и с перспективами отдельных стран. Так, в частности, один из основных участников, генерирующих глобальные процессы, – США – все в большей степени испытывает бюджетный и торговый дефицит, значительное давление инфляции, процентных ставок, ослабление доверия к доллару и т.д. Очевидно, что усиление глобальных дисбалансов (в том числе связанных с неустойчивыми перспективами американской экономики) может иметь существенные последствия для российской экономики.

Индикаторы нестабильности

Наблюдаются процессы, свидетельствующие об изменении характера инвестиций (меняется валютная корзина, увеличивается спрос на безрисковые активы и активы более высокой надежности), отражающие рост кризисных настроений участников рынка и свидетельствующих о нарастающей нестабильности.

Рост цен на золото. В условиях увеличивающихся рисков повышенное внимание инвесторов привлекают вложения в ликвидные безрисковые активы. Таким активом является, в частности, золото, что и обусловило существенную повышательную тенденцию цен на золото в последние годы. При этом уровень цен в конце октября 2006 года приблизительно в 2 раза выше уровня начала нашего века и в полтора раза превосходит показатели двухлетней давности.

Кризисы на фондовых рынках ряда стран. С увеличением открытости, интеграции и вовлечения в нее новых участников все более отчетливо прослеживается такое состояние глобальной экономики, когда растущая взаимозависимость приводит к быстрому

«трансферту» факторов нестабильности и рисков через границы. Это, естественно, отражается на взаимовлиянии рынков и усиливает кризисную роль внутриэкономических процессов в отдельных странах в формировании глобальной неустойчивости.

Так, в феврале-июне текущего года информация о динамике инфляции и росте процентных ставок в США стала непосредственным толчком для кризисных явлений на фондовых рынках России, Индии, Саудовской Аравии и ряда других стран.

Следует учитывать возможность того, что на нынешнем этапе глобализация может нести в себе даже более мощный деструктивный потенциал, чем в предыдущий период ввиду развития информационных технологий и либерализации международных экономических отношений.

Снижение роли доллара в мировой валютной системе. Углубление проблем американской экономики повлияло на снижение доверия к американской валюте. В июльском отчете о состоянии экономики США МВФ отмечает переоценку стоимости доллара в 15-35% и, как следствие этого, рост недоверия к нему в мире.

Ряд стран уменьшает долю доллара в своих резервах, в том числе к ним относится и Россия. О подобных намерениях заявили страны Персидского залива. Центральный Банк Швеции объявил о снижении удельного веса долларовых резервов с 37 до 20%. Банк Китая реализует перевод части своих резервов из долларов в золото и другие валюты (снижая долю долларов с 68 до 40%). Кроме того, о снижении доверия к доллару США свидетельствует тенденция повышения значения других валют (евро, фунт и т.д.), а также усиление азиатских валют: иены, юаня и др.

Сужение возможностей использования доллара как резервной валюты, в свою очередь, еще больше усиливает недоверие к

американской валюте, образуя, таким образом, своего рода «замкнутый круг».

Ситуация может обостриться

В условиях углубления нестабильности в мировой экономике может отмечаться ряд негативных экономических процессов, таких, в частности, как дестабилизирующие колебания цен на нефть, падение курса доллара, усиление мировых инфляционных тенденций, а также рост протекционизма и т.д.

По мнению некоторых авторитетных экспертов, просматривается аналогия между ситуацией, предшествовавшей кризису 1987 года и современным состоянием рынка. Тогда на фоне дефицитов бюджета и торгового баланса США кризису предшествовали падение доллара и обострение проблемы процентных ставок⁵. Эти же тенденции прослеживаются и в настоящее время.

Очевидно, что в случае подтверждения самых пессимистичных оценок и существенного усиления глобальных дисбалансов нельзя исключить и того, что эффекты для России могут быть крайне негативными: снижение притока нефтедолларов, сокращение внешних рынков сбыта, кризисные явления на финансовых рынках...

Экономика США: растущие риски

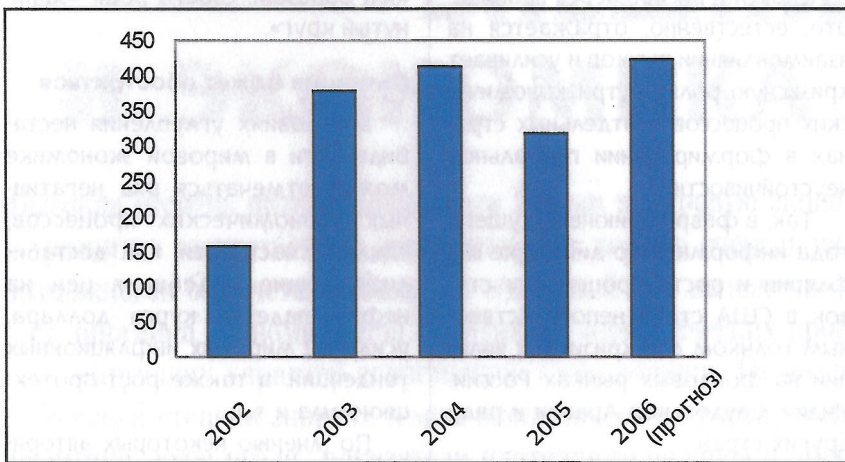
Риски в мировой экономике в значительной степени связаны с факторами риска экономики США. Эти факторы порождают риски для экономик других стран. Вызывает, в частности, опасение наличие в американской экономике так называемых двойных дефицитов («twin deficits») – значительных дефицитов государственного бюджета и торгового баланса (см. рис. 1 и 2).

При этом развитие американской экономики, и в частности бюджетный дефицит, все в большей степени финансируются из внешних источников (см. рис. 3).

⁴ Global Europe Anticipation Bulletin. 2006, №2.

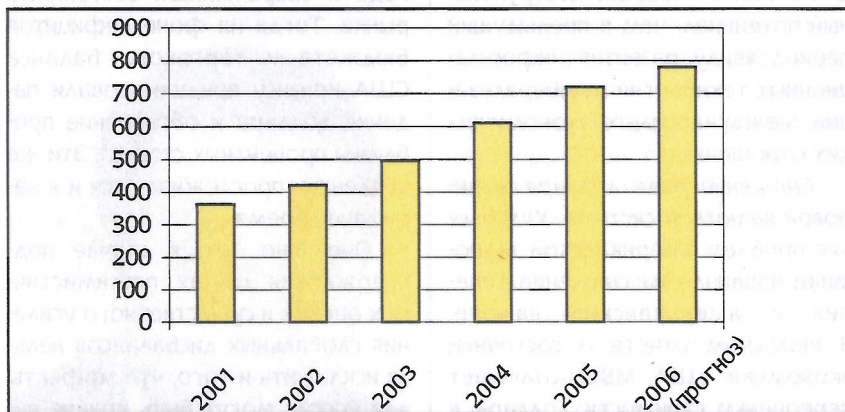
⁵ The Economist. 20.05.2006 г.

Рис. 1. Дефицит федерального бюджета США в 2002-2006 годах (млрд долл.)



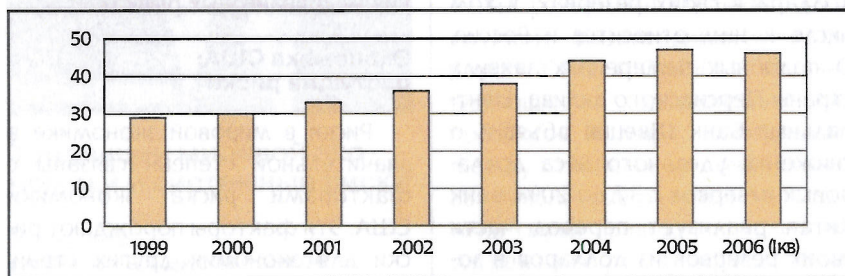
Источник: www.whitehouse.gov.

Рис. 2. Дефицит торгового баланса США по товарам и услугам в 2001-2006 годах (млрд долл.)



Источник: U.S. Department of Commerce.

Рис. 3. Доля иностранных держателей среди владельцев ценных бумаг Казначейства США в 1999-2006 годах (%)



Источник: Federal Reserve.

В этой связи возникает опасение, что рано или поздно интерес иностранных инвесторов снизится, вызывая дополнительно необходимость повышения процентных ставок или принятия иных мер, удерживающих иностранные ресурсы в экономике США. К тому же нарастание дефицита платежного баланса, рост американского внут-

реннего долга, увеличение количества американских долларов за границей и некоторые другие тенденции вызывают тревогу по поводу платежеспособности США как заемщика. В частности, с марта 2006 года Федеральная резервная система прекратила публикацию данных об агрегате M_3 и в том числе – об одном из его ком-

понентов – количестве евродолларов, которое к тому времени уже достигло уровня почти \$450 млрд и с тех пор, вероятно, еще больше возросло.

Опасения экспертов усиливаются в связи с тем, что указанные негативные моменты в экономике США могут привести к дальнейшему падению курса доллара и другим дестабилизирующим факторам в американской экономике, которые, в свою очередь, могут стать источником кризисных явлений в мировом хозяйстве в целом.

По мнению известного экономиста Пола Кругмана, строительный бум, двигавший вперед экономику с 2001 года, выдыхается, и ни подъем экспорта, ни рост вложений в основной капитал не компенсируют эту потерю⁶. И хотя уровень безработицы или динамика расходов на товары длительного пользования (в особенности на покупку автомобилей) за последние месяцы пока не дают оснований для беспокойства, динамика ряда показателей, таких как реальный ВВП или состояние рынка жилья, могут вызвать тревогу.

Это касается в первую очередь показателей по итогам первых трех кварталов 2006 года, опубликованных в конце октября. Несмотря на заявление министра финансов США Генри Полсена о том, что замедление темпов роста ВВП США в III квартале 2006 года означает всего лишь переход на более стабильные темпы роста, тревожные оценки экспертов в последнее время усиливаются⁷.

Цены на нефть, инфляция, процентные ставки и другие факторы риска

Еще в июле 2006 года в материалах Центра стратегического анализа (ЦСА) Росбанка отмечалось: «Нельзя исключать, что в случае накопления запасов нефти в США и Китае возможно уменьшение спроса с их стороны, что, вероятно, может привести осенью 2006 года к стабилизации и даже некоторому понижению цен на

⁶ Ведомости. 14.08.2006 г.

⁷ См.: Quote.ru, 30.10.2006 г.

нефть. Учитывая, что ликвидность в России зависит от притока нефтедолларов, снижение такового может создать ряд проблем для экономики в целом»⁸.

Как известно, падение цен в сентябре текущего года подтвердило высказывавшиеся некоторыми экспертами опасения по поводу возможного снижения цен на нефть. Это падение для многих оказалось неожиданным, хотя его значение не следует преувеличивать: цены остаются в достаточной мере высокими.

Очевидно, что цены на нефть на сверхвысоком уровне заметное время поддерживались во многом благодаря нестабильной геополитической обстановке, в частности такими событиями, как война в Ираке. Динамика цен на нефть и сегодня остается подверженной воздействию субъективных факторов и по-прежнему в значительной мере определяется ходом событий на Ближнем Востоке. Поэтому риски значительных колебаний цен на нефть, в том числе и в сторону понижения, сохраняются. Соответственно, сохраняются риски, связанные с трудно предсказуемыми глобальными последствиями этих колебаний.

Очевидно, заметное время удерживающиеся высокие и даже сверхвысокие цены на нефть способствовали росту инфляции в развитых странах и, как следствие, повышению процентных ставок (в качестве антиинфляционной меры). Таким образом, в данном случае прослеживается воздействие со стороны такого трудно прогнозируемого фактора, как мировые цены на нефть на важнейший макроэкономический параметр – процентные ставки, что усиливает системные риски и затрудняет прогнозирование глобальных тенденций в целом.

В текущем году в странах еврозоны инфляция может составить около 2,5%, а в США – 3%.

«Устойчиво высокая инфляция нанесет вред реальному сектору экономики и разворот этой тенденции дорого нам обойдется»⁹, – заявил в июле 2006 года глава ФРС Бен Бернанке. Как полагают специалисты, под дорогой ценой борьбы с инфляцией, подразумевается повышение процентных ставок. В целях борьбы с инфляцией и поддержания курса доллара ФРС поднимала ставку рефинансирования уже 17 раз. ЕЦБ также был вынужден повышать ставки.

При этом особенности системных рисков в глобальной экономике состоят в том, что чрезмерное повышение процентных ставок в США и Европе может не только затормозить рост экономики указанных регионов вследствие удорожания кредитов (что очевидно), но и вызвать уход капиталов с развивающихся рынков, включая Россию, усиливая тем самым риск глобальной рецессии.

Россия: риски с учетом глобальных тенденций

Предварительные итоги текущего года в России пока в целом соответствуют оптимистическим ожиданиям, в том числе прогнозным оценкам, сделанным в материалах ЦСА¹⁰ в конце 2005 года, где, в частности, прогнозировались: благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура, и в первую очередь высокие цены на нефть; стабильная экономическая ситуация в стране, а также заметный экономический рост; сохранение прогрессивных структурных сдвигов в экономике, позитивной динамики потребительского и инвестиционного спроса; увеличение притока иностранных инвестиций; укрепление рубля (и евро) по отношению к доллару.

В то же время подтверждают и некоторые негативные ожидания: в частности, в отношении сохранения инфляционных тенденций¹¹. К тому же, учитывая совре-

менный характер мирохозяйственных процессов, следует указать на ряд рисков, которые в будущем могут в наибольшей мере повлиять на экономику нашей страны.

Валютный риск

Падение доллара на мировых рынках и ряд других факторов могут, естественно, повлиять на общую курсовую динамику рубля в сторону его укрепления. Укрепление рубля может вызвать ухудшение положения в отраслях, конкурирующих с импортом. Однако такое укрепление будет иметь и некоторые положительные последствия: сдерживать инфляцию, повышать интерес к российским ценным бумагам, способствовать привлечению иностранных инвестиций, стимулировать закупки оборудования за границей, в целом снижая стоимость импорта, и т.д.

Нельзя игнорировать воздействие ослабления курса доллара на Стабилизационный фонд РФ в связи с инвестированием его средств в ценные бумаги, приносящие доход в долларах.

Таким образом, укрепление рубля может иметь неоднозначные эффекты. По мнению некоторых аналитиков, если доллар упадет до уровня 25 руб. за долл., то это может привести к серьезным негативным последствиям. В данном случае возможен возврат к 1997 году, когда, по некоторым оценкам¹², развитие отечественной промышленности тормозилось из-за заниженного курса доллара и, как следствие, слишком высокой конкурентоспособности импорта.

Очевидно, что если все последствия значительного укрепления рубля точно оценить невозможно, то связанные с ним риски нельзя не учитывать – риски, которые, впрочем, несколько снижаются в связи с повышенным вниманием к данному вопросу со стороны руководства страны.

⁸ См.: ЦСА: Экономика России в 2006 году... С. 7 (<http://www.rosbank.ru/ru/analytics/macro>).

⁹ Газета. 20.07.2006 г.

¹⁰ См.: ЦСА: О прогнозах развития экономики России (<http://www.rosbank.ru/ru/analytics/macro>).

¹¹ См.: ЦСА: Об инфляции в 2005-2006 годах (<http://www.rosbank.ru/ru/analytics/macro>).

¹² Рейтинг новостей. 28.07.2006 г.

Процентные ставки

Рост ставок рефинансирования в США и Европе может вызвать (как это бывало не раз) очередную коррекцию на фондовом рынке. Отток средств с развивающихся рынков, в том числе и с российского, может повлечь падение курсов акций, снижение портфельных инвестиций и т.д. При том что данные тенденции негативно отразятся на всей экономике, следует особо подчеркнуть кризисный эффект для российского банковского сектора, в активах которого ценные бумаги занимают значительную долю.

Однако самые сильные дисбалансы могут возникнуть в том случае, если рост процентных ставок в странах Запада спровоцирует рецессию в этих странах, и в первую очередь в США¹³. Несмотря на то что нельзя с абсолютной определенностью говорить об одновременном наступлении всех негативных явлений, основные отрицательные процессы, связанные с развитием рецессии (снижение темпов роста мирового ВВП, сокращение совокупного спроса и др.) вполне вероятны.

Цена нефти как геополитический фактор

При сохранении достаточно высоких цен на нефть, так же как и при сохранении высокого уровня процентных ставок, нельзя исключать возможное вступление ведущих стран в полосу низких темпов роста и даже рецессии. В то же время для экономики России, по видимому, эта перспектива кажется не столь острой.

Однако относительно высокие цены на нефть имеют как положительные, так и негативные последствия для российской экономики. Так, по данным ЦБ РФ, в первом квартале текущего года доля основных энергетических товаров (нефти, нефтепродуктов, природного газа) в российском

Таблица 1
Динамика российского внешнего долга в 2000-2005 годах (млрд долл.)

Должники	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Органы государственного управления, в том числе	116,7	103,0	96,7	98,2	97,4	71,4
Новый российский долг	49,7	41,0	39,8	38,6	39,6	35,6
Долг СССР	65,8	61,0	55,9	58,3	56,1	34,5
Органы денежного регулирования	11,9	8,1	7,5	7,8	8,2	11,0
Банки	9,0	11,3	14,2	24,9	32,5	50,2
Нефинансовые предприятия	22,4	23,9	33,8	55,1	76,4	126,0
ВСЕГО	159,9	146,3	152,3	186,0	214,5	258,6

Источник: Банк России за соответствующие периоды.

экспорте достигла 65%, увеличившись на 8% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года¹⁴. По оценкам, продолжают отмечаться признаки «голландской болезни» российской экономики, когда ТЭК привлекает ресурсы из других секторов экономики, и развитие ТЭК происходит в определенной мере в ущерб другим отраслям, в первую очередь обрабатывающей промышленности. В связи с чем ряд экспертов полагает, что российская экономика выигрывает, когда цены на нефть перестают расти¹⁵.

Вместе с тем очевидно, что значительное понижение цен на нефть снизит приток нефтедолларов в российскую экономику и может создать ряд проблем, негативно отразившись на уровне доходов государства и частного сектора, на состоянии ликвидности банковского сектора и экономики в целом.

Корпоративный внешний долг

В последние годы вызывает беспокойство быстрый рост внешней задолженности банковского и нефинансового секторов, в то время как российское государство активно погашает свои долги (см. табл. 1).

Из табл. 1 следует, что совокупный внешний долг за период 2000-2005 годов вырос более чем на 100 млрд долл. Внешний долг как банковского, так и нефинансового секторов за эти го-

ды вырос почти в 6 раз, при росте номинального ВВП и экспорта примерно в 3 раза. Соответственно приблизительно в 2 раза выросло отношение внешнего корпоративного долга к ВВП и экспорту (см. табл. 2).

Существенный рост внешней задолженности со стороны нефинансового сектора в случае возникновения риска неплатежеспособности крупных заемщиков может вызвать риски, отчасти напоминающие риски периода 1998 года (такие как увеличение иностранных источников финансирования, либерализация международных движений капитала). Ситуация в целом сейчас выглядит более благоприятной с учетом объема золото-валютных резервов и уровня цен на нефть. Однако имеется риск, что параллельно с ростом корпоративного долга (в условиях упразднения валютных ограничений) может иметь место масштабный приток «горячих денег», отток которых способен при

Таблица 2
Отношение корпоративного внешнего долга к ВВП и экспорту России в 2000-2005 годах (%)

Год	Отношение к ВВП	Отношение к экспорту
2000	15	60
2001	14	68
2002	13	86
2003	22	109
2004	26	108
2005	26	140

Источник: Банк России за соответствующие периоды.

¹³ Очевидно, эти страны учитывают подобную опасность, в связи с чем, как представляется, процентные ставки не будут безгранично расти, провоцируя кризисные явления в мировой экономике.

¹⁴ Россия. Экономическое и финансовое положение // ЦБ РФ. 2006. Июнь. С. 12.

¹⁵ См. интервью Д. Литвака в журнале «Росбанк». Июнь-июль. С. 23.

определенных условиях привести к крайне негативным последствиям, спровоцировав кризис.

Некоторые итоги и перспективы

В настоящий момент среди внешних рисков для России представляются наиболее актуальными риски, связанные с дисбалансами в мировой экономике, и в частности в экономике США, а также риски, связанные с вероятным дальнейшим падением курса доллара, ростом процентных ставок и инфляции в развитых странах, возможными колебаниями цен на нефть. Это, в свою очередь, будет поддерживать риски локальных дефолтов, девальвации, оттока капитала и пр., которые будут требовать к себе пристального внимания.

В случае реализации негативных прогнозов можно указать на некоторые последствия, которые нужно постоянно иметь в виду: падение курса доллара может

повлиять на объем Стабфонда и на укрепление рубля, вызвав ухудшение ситуации в отраслях, конкурирующих с импортом; рост процентных ставок в США и Европе может спровоцировать в России такие явления, как уход капиталов, падение на фондовом рынке, сокращение инвестиций и др.; резкое снижение цен на нефть способно уменьшить приток нефтедолларов, что значительно отразится на доходах государства и частного сектора, на состоянии ликвидности экономики в целом.

Вследствие замедления притока нефтедолларов и удорожания ресурсов перед банковским сектором могут возникнуть проблемы с обеспечением достаточной ликвидностью.

В настоящее время высокая степень интегрированности России в мировое хозяйство делает экономику страны в значительной мере зависимой от глобальных процессов. В этой связи экономи-

ческие власти должны иметь в своем распоряжении программу действий и полный набор экономических рычагов, позволяющих эффективно нейтрализовать внешние шоки и обеспечить бесперебойный ход экономических процессов в стране.

Заметный рост российской экономики в последние годы сформировал потенциал для положительного развития. Несмотря на отмеченные риски экономического и геополитического характера, Россия имеет накопленный «запас прочности», который, как ожидается, должен позволить решить стоящие перед ней задачи, и показать стабильные и относительно высокие темпы роста в ближайший период. При проведении продуманной экономической политики и сохранении указанных положительных тенденций наблюдающийся рост российской экономики может приобрести и в дальнейшем устойчивый и системный характер.