

Тенденции развития международной финансовой ситуации и перспективы российских финансов¹

Анализируется влияние внешне-финансовых ограничений на международную инвестиционную позицию Российской Федерации, рассматриваются финансовые проблемы обеспечения экономического роста в условиях обострения внешнеэкономических рисков и угроз.

Современные тенденции развития финансовой ситуации на глобальном уровне связаны с относительным укреплением ведущих мировых валют (в первую очередь, - американского доллара), с оттоком финансовых ресурсов с развивающихся рынков.

Санкции усугубляют указанную ситуацию для России, но не меняют ее сути.

Прежде, чем детально анализировать развитие финансовой ситуации в России в условиях обострения внешнеэкономической ситуации, кратко охарактеризуем общие финансовые тенденции мирового рынка. На рис. 1 представлена динамика мирового трансграничного кредита (суммарный внешний долг стран мира, включая как государственный, так и частный сектор).²

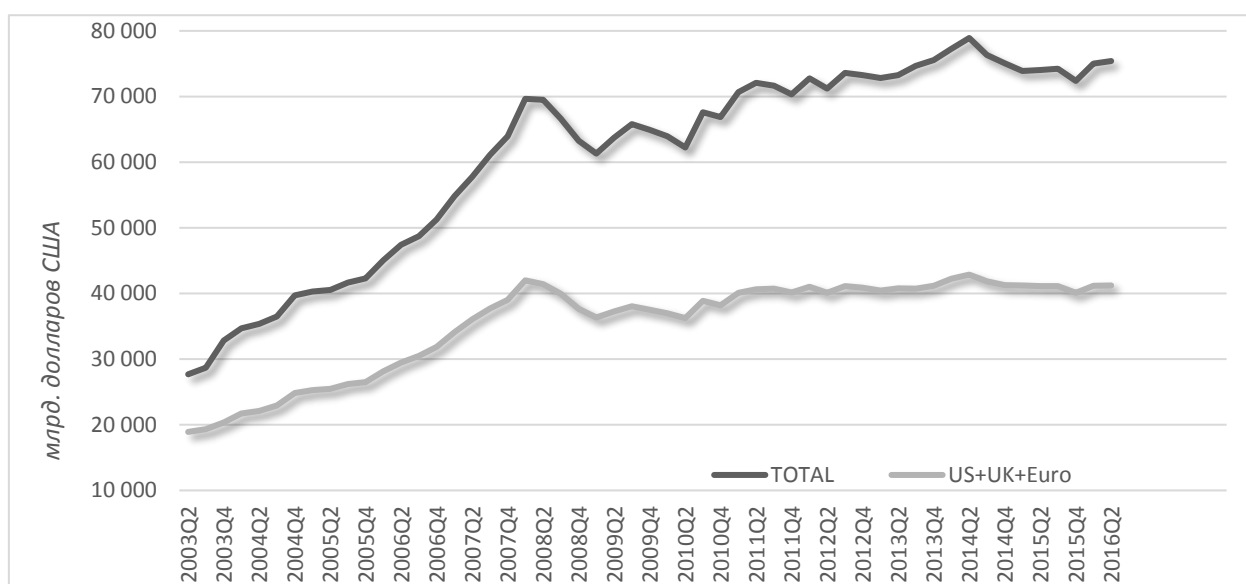


Рис. 1. Динамика совокупного внешнего долга стран мира

¹ Работа выполнена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда в рамках Проекта № 15-02-00450 «Интенсификация банковского кредита для обеспечения экономического роста: комплекс мер структурного и функционального развития банковского сектора».

² За основу взята информация Всемирного Банка (<http://data.worldbank.org>) по странам, предоставляющим данные по стандарту SDDS, которая была дополнена из других источников, например, для Китая из отчетности по стандарту GDDS и национальной статистики. Конечно, обеспечение 100%-ного охвата трансграничных кредитных операций представляется невозможным, но и достигнутые 95-99% по объему операций - это вполне репрезентативная выборка. Информация охватывает межстрановое финансирование через долговые инструменты и не включает финансирование через участие в капитале.

Мы видим, что, начиная с 2003 года по 2-й квартал 2008 года объемы трансграничных кредитов в мире выросли более чем в 2,5 раза. А в течение даже большего по продолжительности периода после 2-го квартала 2008 года международный долговой рынок практически остановился в своем развитии. Период 2002-2007 – это очень хороший период для мировой экономики с точки зрения экономического роста. Благодаря ускоренному развитию межстранового финансирования и соответствующего снятия финансовых ограничений высокими темпами развивалась и мировая торговля. Во многом именно ускоренное развитие интернационализации мировой экономики в условиях мягких финансовых ограничений принесло высокие темпы роста: интернационализация помогала эффективному размещению ресурсов, технологий и труда по различным национальным экономикам. Мягкие финансовые ограничения позволяли Индии, Индонезии, Турции, Бразилии, России и др. эффективно использовать ресурсы и технологии из других стран. Но, начиная с 2008 года, мы столкнулись со сворачиванием процессов интернационализации: консервативная позиция основных инвесторов, «бегство от рисков», сокращение чистого импорта США, «финансовая консолидация» в Европе – все это способствовало испарению ликвидности с мирового рынка трансграничного финансирования.

Но, вообще говоря, для Индонезии, Бразилии, Турции, Индии, как, впрочем, и для Австралии, Канады и Мексики, сворачивание трансграничного финансирования – в принципе аналогично финансовым санкциям, применяемым сейчас к России. Другие формы ограничений, другой масштаб, но по сути это аналогичные ограничения.

Заметим, кстати, что для частных российских банков и, хотя и в меньшей мере, негосударственных компаний нефинансового сектора ухудшение условий внешнего финансирования наблюдается со середины 2011 года.

Ухудшение условий внешнего финансирования неравномерно распределяется между национальными экономиками и, пожалуй, с введением санкций Россия попала в наихудшие условия, но следует отметить, что в настоящее время и в среднесрочной перспективе снижение темпов интернационализации мировой экономики во многом предопределено. А это означает, что и отмена санкций не снимет задачи реструктуризации процессов финансирования экономического роста в России. Причем вряд ли можно надеяться, что «ценовая стабильность» - это достаточное условие для решения этой задачи. Финансовая сфера в России нуждается в структурном реформировании: в настоящее время она не только излишне зависима от внешнего финансирования в части инвестиций, но при этом и в части развития внутреннего кредита во многом опирается на внешние заимствования.

Исследования, связанные с оценкой влияния международных финансов на российскую экономику и российские финансы, а, в более узком плане, финансовых факторов на нефтяные цены (важнейший внешний фактор экономического роста и валютного курса в России), в последние годы достаточно многочисленны. При этом в доминирующей части они направлены на «демонизацию» финансового влияния на нефтяной рынок и российские финансы. В наиболее общем (возможно, несколько утрированном) виде речь идет о том, что интеграция финансового и нефтяного рынка привносит на последний «спекулятивный» мотив, заметно отклоняющий рыночную цену от некоторого «правильного» уровня (определяемого из анализа тенденций спроса и предложения на нефть).

В целом мы согласны с тем, что интеграция с финансовым рынком привносит на нефтяной рынок нечто новое. И, естественно, это существенно отражается на российских финансах и экономическом развитии российской экономики. Но, мы возражаем против того, чтобы сводить финансовое влияние к «зловредному» спекулятивному мотиву и совсем не согласны с однозначно негативной трактовкой этого влияния.

Вообще говоря, в рамках предположений о рациональном поведении и рациональных ожиданиях экономических агентов (именно на такой аксиоматике и построены традиционные ценовые модели спроса и предложения) рациональные финансовые мотивы не должны вступать в противоречие с рациональными мотивами нефинансового сектора. При этом нам совсем не кажется, что производители и потребители нефти более рациональны в своем экономическом поведении, нежели представители финансового сектора или что финансовая сфера более подвержена нарушениям рынка, чем реальный сектор. Иначе говоря, рассматриваемая позиция содержит внутренние противоречия.

Мы отнюдь не склонны абсолютизировать рациональность в экономике. Экономическое поведение, на наш взгляд, достаточно часто и достаточно существенно отклоняется от рационального. Причем отклонения носят систематический характер, а не случайно распределены вокруг рациональности. Однако их можно структурировать, и они логически объяснимы, если не в экономических, то в психологических и социологических терминах.

На макроуровне это выражается формированием устойчивых предпочтений к использованию тех или иных экономических институтов и инструментов, поведенческих стереотипов, шаблонов оценки и принятия решений. Вообще говоря, наиболее успешные периоды развития экономики коррелируют с массовым использованием определенных поведенческих шаблонов. Конечно, практически всегда этому предшествует некая

инновация, но, собственно, интенсификация развития экономики происходит лишь тогда, когда использование данной инновации в достаточной мере «обрастет» поведенческими стереотипами.

Экономическое поведение неоднородно во времени, оно меняется, в частности, с изменением финансового состояния (или финансовой самооценки) основных экономических агентов, уровня неопределенности в экономике. Например, можно (и нужно) различать экономический пессимизм («бегство от рисков», избыточный консерватизм в инвестициях, крен на оптимизацию расходов зачастую в ущерб результатам) и экономический оптимизм («аппетит к рискам», ориентация на максимизацию эффекта, зачастую с ослаблением контроля за затратами и т.п.): переход от одного к другому типу поведения кардинально меняет рыночную ситуацию.

В принципе классификация типов экономического поведения может быть существенно детализирована, но для нужд данного изложения достаточно и приведенного примитивного примера. Важно другое. Процесс внедрения инноваций (мы концентрировались на изучении финансовых инноваций, но, видимо, здесь возможны и более широкие обобщения) вполне логично увязывается со сменами типа поведения: нарастание оптимизма с ростом извлекаемого эффекта, и дальнейшее его снижение по мере исчерпания потенциала. Заметим, что поскольку финансовые инновации невозможно сначала проверить «на мышах», соответственно, в начале их внедрения мы еще слабо представляем опасности массового использования и косвенные последствия, соответственно, как правило, есть еще и следующая стадия, опускающая экономическое поведение в зону пессимизма и требующая новых инноваций в части создания и отработки правил и условий безопасного использования эффекта нововведений.

Финансовые инновации различаются по масштабам: чаще всего это - локальные (частные) инновации, но случаются и инновации системообразующего (структурного) характера. К глобальным финансовым инновациям структурного характера мы бы отнесли лишь три эпизода мировой экономической истории последних двух веков: создание двухуровневых банковских систем и, соответственно, обретение деньгами долгового характера во второй половине XIX века; интеграция денежного и фондового рынков в 20-х годах XX века; и нынешнее развитие рынка производных инструментов, которое мы интерпретируем, как создание самостоятельного рынка «рынка рисков» и его интеграцию в финансовую систему. Все эти инновации открывали возможности существенного ослабления финансовых ограничений экономической динамики. Во всех случаях ускоренное развитие заканчивалось широкомасштабным финансовым кризисом,

преодоление которого затягивалось на весьма продолжительный период, в течение которого постепенно складывались навыки безопасного управления новыми институтами и инструментами.

В чем заключается роль развития рынка производных инструментов в развитии финансирования? Вообще говоря, можно представить процесс финансирования как набор фильтров, через которые просеиваются долги экономики, нуждающиеся в финансировании. Наверное, главный фильтр – ценовая кредитная селекция: уровень процентной ставки отсекает от финансирования менее эффективные проекты. Однако селекция по эффективности не позволяет отфильтровывать неблагонадежных заемщиков: в принципе в этом случае еще есть возможность покрытия риска залогами, гарантиями и т.д. Если и этот вариант не проходит – остается включать покрытие риска в процентную ставку. Но как бы высоко мы не подняли ставку – она не позволит отфильтровать безнадежных банкротов, которые и не собираются платить по долгам, а лишь стремятся отсрочить неминуемый крах, хотя бы на срок кредита.

Поэтому, заметную часть проектов и заемщиков, находящихся в зоне высокой неопределенности и, соответственно, высокого риска, финансовый сектор просто исключает из рассмотрения. Это вполне могут быть и эффективные заемщики, просто финансовые агенты не могут их в достаточной мере «разглядеть». Развитие рынка деривативов позволяет отделить процессы управления рисками от процессов финансирования, что в свою очередь создает широкие возможности повышения эффективности управления риском, на основе специализации, пакетной обработки рисков и т.д. Но, по-видимому, пока только возможности, хотя в среднесрочном периоде мы и наблюдали заметный позитивный эффект. По существу, ситуация похожа на то, как будто мы получили автомобиль, который может ездить гораздо быстрее, чем тот, что был до него, но без подходящих тормозов и рулевого управления. Надо ли от него отказываться? На наш взгляд, правильнее – создать необходимые механизмы и научиться поворачивать и тормозить. Ведь никто не собирается отказываться от автомобильного транспорта в пользу гужевого из-за того, что последний более безопасен.

Желание оградить рынок «физической» нефти от «внешнего» финансового влияния, т.е. ограничить процессы межрыночной интеграции, – вряд ли плодотворно. На наш взгляд, как раз интеграция нефтяного и финансового рынка во многом способствовала масштабному росту финансирования нефтяной отрасли, и если инвестиционный эффект этого финансирования оказался недостаточно высок – здесь нет вины финансового сектора.

Влияние финансового сектора на нефтяные цены, на наш взгляд, в первую очередь с изменениями объема и структуры предоставляемого экономике финансирования, которое в целом ряде случаев оказывает более существенное воздействие на спрос и предложение, чем прямые операции финансовых агентов на рынке нефти.

Следует кратко прокомментировать и постоянно тиражируемые оценки масштаба финансового «давления» на нефтяной рынок, которые сравнивают оборот форвардных контрактов на нефть с физическими объемами нефти. Конечно, это несколько корректнее, чем сравнение «литров» с «центнерами», но ненамного.

Мы отнюдь не склонны идеализировать финансовый рынок, в том числе и в части взаимодействия с рынком нефти. Ему присуща избыточная инерционность, склонность к решениям, имеющим долгосрочный эффект, на основе краткосрочных трендов. Тем не менее в интеграции рынков мы видим существенно больше плюсов, чем минусов.

На наш взгляд, динамика мировых цен на нефть в 2000-е годы вполне закономерна в финансовых условиях этого периода.

С финансовой точки зрения наиболее значимым явлением мировой экономической динамики 2000-х годов стало взрывное развитие интернационализации мировой экономики в 2002-2008 гг. Соответствующие процессы предопределили главные сегодняшние финансовые проблемы мирового развития и в дальнейшем будут накладывать отпечаток на мировую динамику, по крайней мере, до конца нынешнего десятилетия, но с высокой долей вероятности гораздо дольше.

Ускоренное развитие с середины 1990-х годов рынка производных финансовых инструментов предоставило экономическим агентам (в первую очередь – финансовым) широкий спектр новых инструментов покрытия рисков, что позволило освободить от соответствующих ограничений целый ряд направлений финансирования ранее имевших маржинальный характер. Хотя дальнейшее развитие событий и показало, что покрытие рисков, предоставляемое новым сегментом рынка, было во многом формальным и, по крайней мере, недостаточным, до 2008 года (по разным странам и сегментам рынка точки перелома варьируются по времени с лета 2007 г. до осени 2008 г.) представлялось, что новые направления финансирования в достаточной мере защищены от негативного развития событий.

В частности, и в особенности, сказанное относится к бурному развитию трансграничного финансирования в 2002-2008 гг. (Рис. 1). Развитие трансграничного финансирования способствовало росту внешнеторгового обмена, более эффективному

межстрановому перераспределению ресурсов и, в конечном итоге, ускорению мировой динамики.

С начала 2003 года к концу I квартала 2008 года суммарный внешний долг (нефинансовый частный сектор и государство) стран мира вырос более, чем в 2,5 раза. Для сравнения мировой ВВП (в текущих долларах США) за тот же период возрос примерно в 1,6 раза. Т.е. международные финансовые отношения в данный период развивались опережающими темпами по сравнению с ростом мировой экономики. Естественно, лидирующие позиции в заимствованиях на мировом рынке по-прежнему занимали ведущие мировые экономики (прежде всего, США, Великобритания и страны Еврозоны), но при этом, тем не менее, в течение указанного периода доля остального мира в привлечении долгового финансирования из-за рубежа демонстрировала возрастающую динамику.

Заметим, что изменение в структуре финансирования, само по себе является фактором изменения спроса. Например, что касается рынка нефти, то относительное перераспределение финансирования в пользу развивающихся стран (с учетом их более низкой энергоэффективности) увеличивает платежеспособный спрос на нефть: один доллар инвестиций в Индию увеличивает спрос на нефть в заметно большей степени, нежели доллар, инвестированный в США. Т.е. расширение глобального кредита в существенной мере было связано с его относительным перераспределением в пользу развивающихся стран, снятие финансовых ограничений позволяло последним активно использовать внешние ресурсы и технологии, что заметно ускоряло их рост, связанный с относительно более высокими энергозатратами, чем в развитых странах.

Ускоренный рост внешнего финансирования был сопряжен с вполне определенными изменениями в динамике и структуре внешнеторгового обмена, во многом вследствие достаточно специфичной курсовой динамики валют основных стран-участников международных финансовых отношений. Для большей части стран из числа крупнейших экономик мира ускоренное развитие международного финансового рынка обернулось заметным (часто – чрезвычайным) реальным укреплением национальной валюты (по отношению к доллару США). Финансовый приток с внешнего рынка повышал предложение валюты на внутреннем валютном рынке и, соответственно, способствовал укреплению национальной валюты. Укрепление валюты, в свою очередь, повышало привлекательность национальных экономик для внешнего инвестора.

Высочайшие темпы реального укрепления внутренней валюты демонстрировали (в порядке уменьшения темпов) Россия, Индонезия, Иран, Бразилия, Австралия, Турция, Испания (страны Еврозоны имеют единую валюту, но разную инфляцию), Канада,

Мексика. В этих странах за указанный период произошло укрепление реального курса (4% и более в годовом исчислении). Умеренные темпы укрепления национальной валюты были характерны для Италии, Франции и Китая (около 3% в год). И только Япония (реальное ослабление), Великобритания, Южная Корея, Германия и Индия демонстрировали относительную стабильность национальной валюты (укрепление в пределах 2% в год).

Заслуживает внимания появление в последней группе стран Индии. В Индии в указанный период проводилась в существенных масштабах политика сдерживания курса рупии (значимые интервенции монетарных властей в национальной валюте, при этом - весьма неравномерные), что выражалось в заметном росте международных резервов (примерно в 3,5 раза с 2002 по 2008 год, более высокие темпы за указанный период среди 18 крупнейших стран имеют только Россия и Китай). Кроме того, есть основания полагать, что уже на начало рассматриваемого периода реальный курс рупии был завышен. Заметим, несколько забежав вперед, что в индийских условиях указанные меры (особенно, учитывая их высокую неравномерность по времени, а также базовый дисбаланс внутреннего валютного рынка) оказались недостаточными для предотвращения существенной девальвации рупии последние 3 года.

Реальное укрепление национальных валют стимулировало ускоренный рост импорта, что в конечном итоге, выражалось в сокращении чистого экспорта (росте чистого импорта).

При этом относительно возрастала финансовая привлекательность соответствующих стран для иностранных инвесторов, что стимулировало дальнейший прирост внешнего финансирования и поддерживало дальнейшее укрепление национальных валют.

Отметим, что динамика основных показателей, характеризующих ускоренное развитие внешнеэкономических связей в начале 2000-х годов и до 2008 г., носила гладкий характер: ускорение интернационализации набирало темпы, постепенно находя баланс между материальными и финансовыми потоками.

Последующая динамика началась с резкой коррекции объемов трансграничного финансирования в связи с переоценкой инвесторами взятых на себя рисков. В результате, начиная с 2008 года, динамика основных показателей носит «пилообразный» характер, что говорит о том, что межстрановые материальные и финансовые потоки еще только «нащупывают» новый баланс. При этом тенденция изменения достаточно очевидна — стабилизация на минимальных приростах.

Общий объем мирового долгового рынка практически стабилизировался, темпы прироста составляют менее 1% в год. Вместе с тем ряд стран (среди крупнейших экономик

это, в первую очередь, - страны БРИК, Индонезия, Турция), сохраняют относительно высокие, хотя и снижающиеся темпы прироста внешних заимствований. Со стороны кредиторов такое послабление объясняется стремлением защитить инвестиции предыдущих лет либо поддержать собственный экспорт по стратегическим его направлениям. Подобные мотивы имеют тенденцию к ослаблению.

При этом торговые операции демонстрируют существенно более высокую инерцию, что сказывается на повышении давления на национальную валюту. Одновременно реакция монетарных властей, как правило, не отличается оперативностью и гибкостью. Долгое время последние сохраняли иллюзию, что завышенный реальный курс будет способствовать возобновлению привычных темпов прироста заимствований, и допускали его снижение только при явных проблемах с обеспечением спроса на валюту под импортные контракты.

Но уже со второй половины 2012 – начала 2013 гг. значимые девальвации национальных валют стали достаточно привычным явлением.

Проведенный выше анализ ключевых тенденций развития мировых финансов приводит к следующим выводам по поводу финансовых сценариев дальнейшего развития глобальной экономики:

1) К настоящему времени практически не существует реалистичных возможностей наращивания объемов трансграничного финансирования в мировой экономике, что создает проблемы финансирования внешней торговли стран-импортеров, которые весьма широко представлены в числе ведущих (и динамично развивающихся) экономик мира. Потенциальное снижение чистого импорта во многом сопряжено и с сокращением темпов роста экономики (относительное недоиспользование факторов производства).

2) Для достаточно широкого круга крупнейших и наиболее динамичных экономик мира (среди которых Индия, Бразилия, Мексика, Канада, Индонезия, Турция, Австралия) сохраняется высокий девальвационный потенциал, реализация которого в условиях ограниченного внешнего финансирования будет способствовать дальнейшему снижению стимулов для такого финансирования. Это, в свою очередь, будет вести к соответствующим последствиям для мировой динамики.

Механизмы роста, сложившиеся в ведущих экономиках мира в период с начала 2000-х годов и до 2008 года, были рассчитаны на долговременное продолжение ускоренной интернационализации мировой экономики, которое становится невозможным по финансовым причинам (невозможность наращивания финансирования привычными

темпами со стороны традиционных кредиторов). Рост мирового долгового рынка стабилизировался на уровне около 1% в год и при самых оптимистичных допущениях к концу десятилетия не поднимется выше 2,5%-3%.

У таких традиционных международных инвесторов как США, Япония, Великобритания, Франция, достаточно собственных финансовых проблем: финансирование чистого импорта, высокий уровень госдолга и расходов по его обслуживанию. Возможный рост их финансовых активов в доминирующей части будет использован на решение национальных проблем. В глобальных расчетах мы предполагаем, что международные долговые отношения указанных экономик имеют тот же тренд, что и мировой долговой рынок в целом.

Ситуация Китая и Германии заметно отличается от уже рассмотренных. По существу, эти страны не связаны стандартными финансовыми ограничениями. Являясь крупнейшими чистыми экспортерами, они заинтересованы в поддержании внешнего спроса на собственные товары. Реализация собственного чистого экспорта здесь – главная задача для поддержания роста. Китай, конечно, имеет потенциал внутреннего спроса, но возможности его масштабной активизации в среднесрочной перспективе сомнительны. В принципе, эти страны имеют веские мотивы для развития международного кредита. Но, во-первых, в текущих условиях возможности такого развития ограничены ситуациями, когда конкретный кредитор совпадает либо тесно связан с конкретным экспортером. И, во-вторых, потери на рынках США и Европы для этих стран все же важнее приобретений на новых рынках, что также сдерживает указанные процессы. Базовая гипотеза состоит в том, что международные финансовые активы этих стран будут расти несколько опережающим темпом по сравнению с общей динамикой мирового долгового рынка.

Перспективы роста активов арабских фондов связаны с ростом цен на нефть либо ее потребления. И в том, и в другом случае внешнеторговые дисбалансы потенциальных заемщиков заметно ухудшаются. Перераспределение уже накопленных активов усугубит проблемы других традиционных кредиторов и негативно скажется на их финансировании.

Финансовая мощь остальных потенциальных кредиторов недостаточна для решения указанных проблем.

По большому счету, единственная реальная возможность ускорения развития трансграничного кредита (и поддержания инерции внешнеторгового обмена) связана с восстановлением доверия к рынку производных инструментов, созданием системы действенного макропруденциального контроля и надзора за данным сегментом рынка на

национальном и глобальном уровне и т.п. Потенциальный позитивный эффект всех этих мер, если и просматривается, то лишь за пределами среднесрочной перспективы.

В целом оптимальная (для долгосрочных перспектив как национального, так и мирового развития) среднесрочная экономическая политика состоит в поддержке равновесия между ростом национальной экономики и внешнеэкономического оборота. Такая политика приведет к снижению неопределенности и, в конечном итоге, – относительно более высокому уровню внешнего финансирования.

Санкции (ограничение возможностей заимствования российских экономических агентов на международных рынках и запрет на экспорт в Россию отдельных ресурсов и технологий) достаточно серьезным образом влияют на развитие российской финансовой системы. Они сокращают возможности использования для экономического роста в России зарубежных ресурсов и технологий, что негативно сказывается на его эффективности и качестве. Замедление темпов экономического роста означает синхронное снижение интенсивности генерирования финансовых ресурсов. Т.е. ухудшение условий заимствования на внешних рынках также способствует и развитию неблагоприятных тенденций в динамике внутреннего кредита. Все это, в конечном итоге, еще более усугубляет проблемы поддержания и ускорения экономического роста. Технологии и приоритеты деятельности денежно-финансовой сферы, в том числе и прежде всего, банковского сектора, в этих условиях требуют основательной корректировки.

Прямое непосредственное влияние санкций на российские финансы связано с ухудшением условий привлечения финансовых ресурсов нерезидентов для финансирования российской экономики. Параллельно и в соответствии с ограничениями внешнего финансирования изменяются ожидания экономических агентов, появляется мотив накопления ликвидных валютных резервов. При этом, если динамика международных обязательств российских экономических агентов достаточно однозначно направлена к сокращению, то в части международных активов ситуация не столь однозначна. С одной стороны, возрастающие расходы на обслуживание долгов истощают валютные активы, с другой – отмеченная склонность к резервированию в валюте частично компенсирует расходы на обслуживание. В результате динамика международных активов становится излишне волатильной (как в структурном, так и временном плане), что еще более усугубляет указанные тенденции.

Вообще говоря, далеко не все факторы, формировавшие динамику международной инвестиционной позиции Российской Федерации в 2014 – 2015 гг., определяются введением санкций. Снижение мировых цен на энергоносители – самостоятельный фактор,

действовавший в том же направлении, что и санкции, и усугублявший финансовую ситуацию. А кроме того самостоятельным фактором изменения финансового состояния российской экономики стала проводимая экономическая и, в первую очередь, финансовая политика, которая вроде бы была ориентирована на смягчение санкционных последствий, но, на наш взгляд, скорее усугубила их. Разделить эффект по отдельным факторам весьма проблематично: мы рассматриваем интегральный эффект.

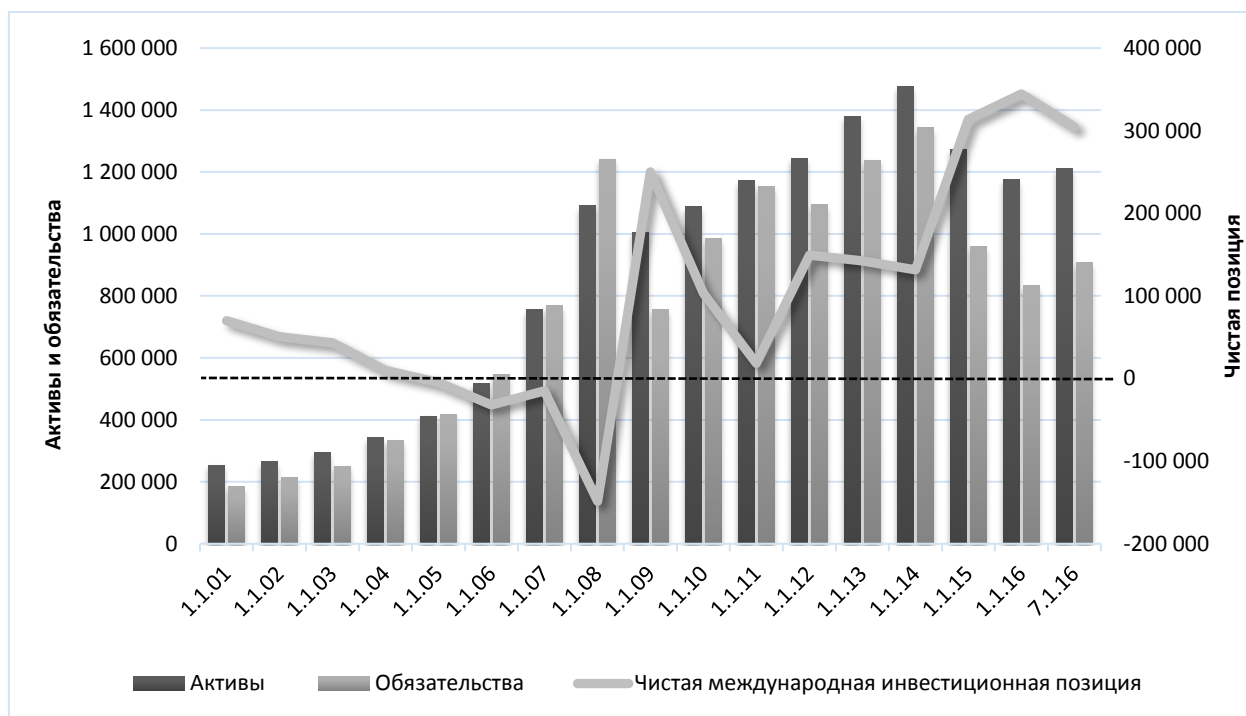


Рис.2. Динамика основных показателей международной инвестиционной позиции РФ в 2001-2016 гг., млн. долларов США

На рис. 2³ представлен достаточно длинный ряд по основным показателям международной инвестиционной позиции России: активы, пассивы, чистая позиция. Рассмотрение представленной динамики позволяет сделать несколько интересных выводов:

- В российской финансовой истории последних полутора десятилетий был только один непродолжительный период 2004-2007 гг., когда Россия была чистым заёмщиком на мировом рынке. Это был, пожалуй, наилучший период, именно тогда российская экономика демонстрировала наиболее высокие темпы роста. И эти высокие темпы, действительно, коррелируют с финансовым притоком из-за границы. Однако, учитывая вышеизложенное, рассчитывать на повторение внешне-финансовой ситуации 2004-2007 гг., по

³ Здесь и далее использована информация ЦБ РФ (<http://www.cbr.ru>) по состоянию на 15 октября 2016 г. и расчеты авторов на основе этой информации.

крайней мере, в среднесрочной перспективе было бы чрезмерно оптимистично. Соответственно, необходимо переместить акценты на внутренне финансирование.

- Все остальные годы за последнее 15-тилетие Россия кредитует остальной мир. Конечно, ситуация на микроуровне неоднородна. Но, с точки зрения возможностей обслуживания международных обязательств на макроуровне, здесь нет неразрешимых проблем. Проблемы могут возникать у отдельных агентов, возможны также макроэкономические кассовые разрывы во времени. Но все эти проблемы при грамотной политике монетарных властей вполне разрешимы.
- Внешний мир большую часть последнего 15-тилетия не столько поставлял финансовые ресурсы в Россию, сколько перераспределял российские финансовые ресурсы. Заметим, что это участие заграницы в финансовом перераспределении было не слишком продуктивным и во многом усугубляло негативные тенденции в структурном развитии. Например, в части консервации отраслевой структуры с доминированием сырьевых отраслей.

Также обращает на себя внимание схожесть динамики международных активов и обязательств РФ в 2008-м и в 2014-м годах. По существу, имеет место аналогичное изменение активов, пассивов и чистой позиции. В принципе, и факторы - похожи: снижение курса рубля, падение цены на нефть, ухудшение условий внешних заимствований. В 2008 году, конечно, не было прямых административных ограничений на использование нерезидентами отдельных финансовых инструментов во взаимоотношениях с российскими экономическими агентами, но, тем не менее, общее ухудшение условий финансирования для России было вполне сопоставимым и, пожалуй, даже более значимым. Однако есть и существенное различие (к нему мы еще вернемся ниже): к 2014-му году российские банки и, в особенности, российские нефинансовые предприятия подошли в заметно более плохом финансовом состоянии, нежели к 2008-му.

Что же происходило с финансовыми взаимоотношениями российских экономических агентов с нерезидентами в 2014 - 2016 гг.? Поквартальная динамика основных агрегатов представлена на рис.3.



Рис.3. Динамика основных показателей международной инвестиционной позиции РФ в 2014 - 2016 гг., млн. долларов США

Мы видим, что вообще говоря, основная часть изменений пришлась на 2-е полугодие 2014 года. Формально похожую динамику дал и первый квартал 2014 года, но тут, прежде всего, сработал фактор сезонности, и лишь во вторую очередь – реакция на украинские события. 2015 год и, в еще большей степени, первая половина 2016 года демонстрируют тенденции к стабилизации ситуации. Что же произошло? Прежде всего, заметное снижение российских обязательств (примерно на 435 млрд. долларов за 2014-2016 гг., и на 360 млрд. долларов – во втором полугодии 2014 года). Забегая вперед, отметим, что далеко не вся эта сумма связана с реальным погашением российского долга.

В меньшей мере (265 млрд. за 2014-2016 гг. и 240 млрд. за второе полугодие 2014 года) снижались международные активы. За счёт такой динамики возрастал чистый кредит России остальному миру. В целом можно считать, что во втором полугодии 2014 г. Россия потеряла около 100 млрд. долл. ресурсов развития относительно тенденции, сформировавшейся за предшествовавший период. Но это - потеря относительно некоей чисто гипотетической динамики. На фактическую динамику влияли не только санкции, но и изменение цен на нефть, и российская монетарная политика, и укрепление доллара к мировым валютам, и обвал рубля. Если бы ничего этого не случилось, то Россия, действительно, могла бы рассчитывать на дополнительные 100 млрд. долларов.

Изменение международной позиции происходит под влиянием разных факторов, основные из которых: изменение за счет проводимых операций и изменение в результате

переоценки позиций (изменение основных статей международной инвестиционной позиции за счет отдельных факторов представлено на рис. 4-6).

Собственно, операционные изменения, как не трудно заметить, существенно уступают в масштабах уже приведенным цифрам, хотя их направленность в целом именно та, что рассматривалась. За 2014-2016 гг. за счет проведенных операций международные обязательства Российской Федерации сократились примерно на 130 млрд. долл., активы - на 20 млрд. долл., соответственно, чистая международная инвестиционная позиция выросла на 110 млрд. долл. Заметим, что во 2-ом полугодии 2014 г. собственно операционные изменения работали на снижение чистой позиции (на 15 млрд.долл.), а не на ее рост. В принципе это свидетельствует о «затратности» ускоренного погашения в его нынешнем виде.

Основная же часть изменений произошла за счет переоценки. За тот же период за счет переоценки международные обязательства сократились на 315 млрд. долл., активы – на 220 млрд. долл., соответственно, чистая позиция за счет ценового фактора возросла на 95 млрд. долл. Т.е., больше всего на позицию России влияли не сами по себе внешнеэкономические ограничения, а уже та дальнейшая рыночная динамика, которая складывалась в результате этих ограничений, изменения поведения экономических агентов, а также проводимой политики. Конечный результат сформирован в основном за счет укрепления доллара к евро, ослабления рубля по отношению к евро и доллару, а также за счет относительного снижения рыночных котировок обращаемых инструментов российского рынка. Поскольку в российских международных активах резко доминируют инструменты, номинированные в долларах, в то время как в российских международных обязательствах доли российского рубля и евро значительно выше (хотя и уступают доллару), такой результат переоценки очевиден.

Небольшое замечание по поводу трактовки результатов переоценки. В долларовом исчислении, конечно, можно говорить об обесценении российских обязательств. Но учитывая тот факт, что основной доход российская экономика получает в рублях, нельзя не отметить, что сам долг и стоимость его обслуживания в рублях в результате такой переоценки только возросли. Иными словами, формальное сокращение обязательств не снизило долгового бремени (соотношение долг / доход для российской экономики за 2014-2016 гг. отнюдь не сократилось).

На рис.4-6 хорошо заметно преобладающее влияние ценового фактора. Именно переоценки в основном формируют траекторию изменения международной инвестиционной позиции РФ. Изменения за счет операций существенно менее значимы:

реальные масштабы погашения не столь существенны как это представляется из формальных оценок. При этом возможности мобилизации новых ресурсов развития с внешнего рынка чрезвычайно ограничены.

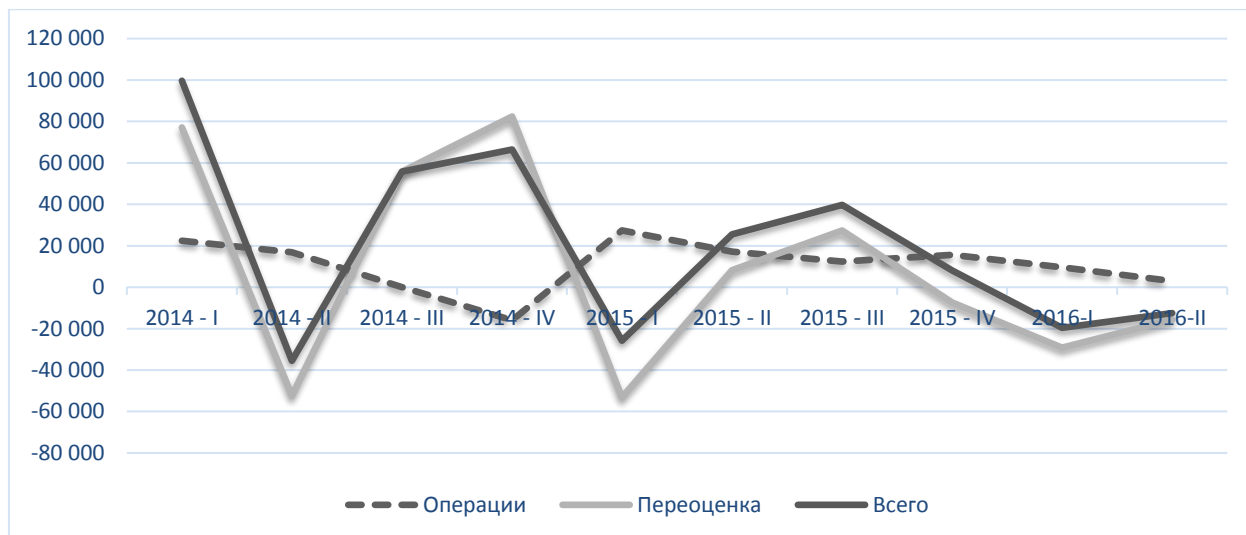


Рис.4. Факторы изменения чистой международной инвестиционной позиции РФ в 2014 -2016 годах, млн. долларов США

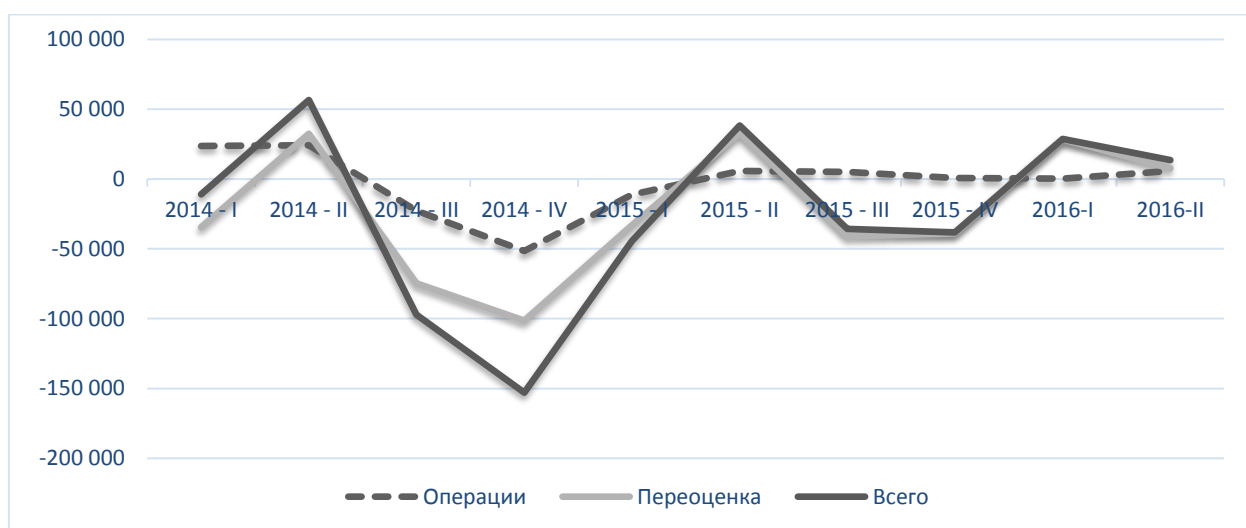


Рис.5. Факторы изменения международных активов РФ в 2014-2016 годах, млн. долларов США

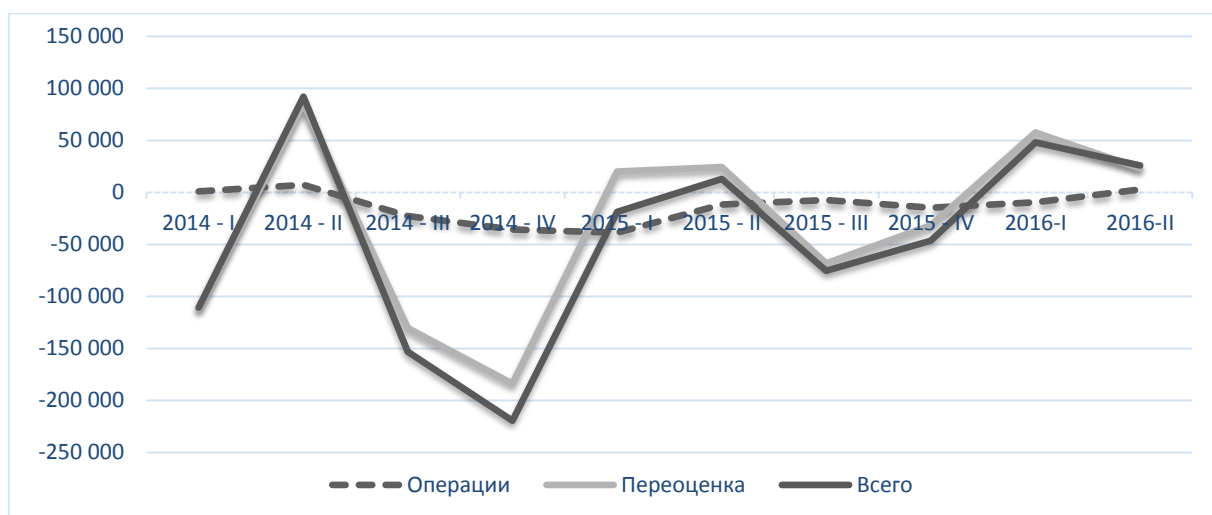


Рис.6. Факторы изменения международных обязательств РФ в 2014-2016 годах, млн. долларов США

Более детальное изучение динамики отдельных активов и обязательств РФ, конечно, добавляет штрихи к общей картине, но в целом не меняет ее. Пожалуй, следует остановиться на трех моментах.

- Прямые инвестиции – достаточно комплексный агрегат, охватывающий трансграничное взаимное финансирование аффилированных структур. Анализ страновой структуры прямых инвестиций в РФ и из РФ выявляет высокую долю, «налоговых гаваней» и оффшорных юрисдикций. Т.е., есть все основания предположить, что финансирование здесь в значительной степени происходит вне санкционных юрисдикций, а во многих случаях просто под контролем российских резидентов. Теоретически прямые инвестиции можно было бы рассматривать как некий «антисанкционный буфер». Однако анализ показывает, что резиденты зачастую более жестко относятся к России, чем нерезиденты: отток капитала через оффшорные юрисдикции во втором полугодии происходил значительно более интенсивно, чем через не оффшорные. Например, Франция в течение 2014 г. демонстрировала достаточно ровную динамику прямых инвестиций в Россию, и за весь год вложила в российскую экономику около 2 млрд. долларов. Конечно, Франции тяжело тягаться с такими лидерами инвестирования в Россию, как Кипр, Багамские, Бермудские, Британские Виргинские о-ва, позиции которых заметно превосходят французские. Но вместе с тем во втором полугодии 2014 г. в отличие от Франции по этим юрисдикциям наблюдался заметный отток капитала из России.
- На качественном уровне мы уже говорили о повышении волатильности ликвидных валютных активов российских экономических агентов в условиях ужесточения условий внешнего финансирования. Здесь же добавим, что размах колебаний ликвидных активов (отношение максимального уровня к

минимальному) российского банковского сектора в 2014-2016 гг. составлял около 1,5, а нефинансовых организаций – приближался к 2. Конечно, пока вряд ли стоит говорить о критичности проблемы валютной ликвидности, но наличие проблем эффективного управления ликвидностью – налицо. При относительной стабилизации условий внешнего финансирования ситуация с ликвидностью выглядит приемлемой, но новые шоки способны вывести ее из-под контроля.

- Следует обратить внимание и на «нефинансовые» изменения российских внешнеэкономических связей. «Безинвестиционное» вынужденное импортозамещение в связи с резким сокращением импорта сопряжено с относительным снижением качества. И, как следствие, с относительным снижением эффективности,

В 2015 и, в еще большей степени, в 2016 году международная инвестиционная позиция РФ относительно стабилизировалась. Но мы бы не стали пока переоценивать этого факта: инвестиционная позиция России скорректировалась под новые внешнеэкономические условия, но новые условия продуцируют риски, с которыми надо жить.

Внешнее финансирование до последнего времени играло весьма заметную роль в механизме финансирования экономического роста в России:

- Прежде всего за счет внешнего финансирования в значительной мере обеспечивалось фондирование и рефинансирование крупных инвестиционных проектов. Наша внутренняя финансовая система пока ещё не готова в полном объёме обслуживать крупнейшие российские корпорации, как, впрочем, и самостоятельно финансировать весь инвестиционный импорт. В этом отношении те потери, которые мы понесли в 2014-2015 гг. весьма значительны. По существу, в настоящее время и в близкой перспективе речь о массовом инвестиционном финансировании с внешнего рынка не идет, здесь возможны лишь единичные проекты. При этом и замещение внешнего финансирования внутренним выглядит достаточно проблематичным.
- Кроме того, мировой рынок в значительной мере обеспечивал предоставление ликвидности для расчетов российских резидентов с нерезидентами. В принципе санкции не затрагивают короткие операции и здесь, мировой финансовый рынок формально открыт для России. Правда, соответствующие операции заметно подорожали для российских экономических агентов. Уже отмеченные проблемы с оперативным управлением ликвидностью свидетельствуют о том, что цена коротких заимствований близка к запретительной. Короткие займы возможны, но дороги. При высокой несинхронности валютных поступлений и платежей возникают кассовые разрывы, которые не покрываются текущей ликвидностью, а их кредитование с мирового рынка в нынешних условиях весьма затратно. Это стимулирует

накопление собственных резервов под платежи и расчеты, что способствует отвлечению ресурсов.

- Поскольку Банк России существенно более озабочен таргетированием инфляции, чем развитием внутреннего кредита, российский финансовый сектор достаточно часто испытывает проблемы с фондированием либо рефинансированием вложений в национальную экономику. Начиная с 2003-2004 годов российские банки и корпорации получили возможность фондирования и рефинансирования внутреннего кредита на внешнем рынке. Сейчас, по существу, эта возможность утрачена.

Краткие выводы

Современные тенденции развития финансовой ситуации на глобальном уровне связаны с относительным укреплением ведущих мировых валют (в первую очередь, - американского доллара), с оттоком финансовых ресурсов с развивающихся рынков. Санкции усугубляют указанную ситуацию для России, но не меняют ее сути.

За последние полтора десятилетия лишь в течение крайне непродолжительного периода 2004-2007 гг. Россия имела отрицательную чистую международную инвестиционную позицию. Т.е. в течение большей части современной экономической истории Россия является кредитором «остального мира». Конечно, период, когда Россия выступала заемщиком на мировом финансовом рынке, - это наиболее успешный период экономического развития в России. Тем не менее, ситуация с положительной международной инвестиционной позицией вполне привычна для российской экономики.

В макроэкономическом плане ситуация с обслуживанием российского внешнего долга в условиях санкций абсолютно не критична, хотя на микроуровне есть проблемы отдельных заемщиков. Т.е. при должной организации финансового перераспределения ситуация остается вполне управляемой. Поскольку среди основных «должников» по международным обязательствам в первую очередь присутствуют компании и банки, контролируемые государством, финансово-перераспределительные проблемы – вполне разрешимы. При этом, стоит отметить, реальная практика решения соответствующих задач российскими монетарными властями далека от идеала.

Переоценка международных активов и обязательств российских экономических агентов дала больший эффект, чем их операции. Во многом этот тезис корреспондирует с утверждением, что результат определялся не столько санкциями и конъюнктурой мирового рынка, сколько проводимой экономической политикой. При этом вывод ресурсов резидентами, не менее значим с точки зрения влияния на международную инвестиционную позицию России нежели отток средств нерезидентов.

Можно выделить три основных направления рестриктивного воздействия санкций и ухудшения конъюнктуры мирового рынка: финансирование инвестиционного импорта, финансирование текущих внешнеторговых операций, рефинансирование внутреннего кредита.

Масштабное замещение финансовых ресурсов мирового рынка в части финансирования инвестиционного импорта весьма проблематично: мощность российской финансовой системы здесь явно недостаточна. Соответственно, преференции в развитии импортозамещения находятся, на наш взгляд, именно в этой сфере.

Финансирование текущих внешнеэкономических связей не столь проблемно: оно относительно дорожает, появляется дополнительная неопределенность, повышается волатильность – но тем не менее здесь нет критических проблем. Есть лишь вопросы к качеству спонтанного импортозамещения в данной сфере, стимулируемому удорожанием и неопределенностью импорта и проводимому без должных инвестиций.

Замещение мирового рынка в части рефинансирования внутреннего кредита – теоретически вполне решаемая задача, требующая определенной переориентации денежной политики монетарных властей. Проблема здесь в том, что эта задача «не укладывается» в текущую денежную политику российских монетарных властей.