

ЭКОНОМИКА В 2016 ГОДУ*

Барри ЭЙХЕНГРИН^а

^а Профессор экономических и политических наук, факультет экономики, Калифорнийский университет, Беркли (530 Evans Hall, MC #3880 Berkeley, CA 94720-3880, USA).
E-mail: eichengr@econ.berkeley.edu

Оικονομία • Πολιτικά

OIKONOMIA • POLITIKA

Аннотация

В своем выступлении на Гайдаровском форуме—2016 автор касается наиболее актуальных проблем мировой экономики. По его мнению, будут наблюдаться ускорение темпов роста в развитых странах и замедление — в развивающихся. Рассматриваются экономические трудности, с которыми могут столкнуться основные игроки на мировом экономическом поле — США, ЕС, Россия, Китай, Бразилия, Турция и др. Тем не менее, считает автор, современная экономическая ситуация вряд ли повлечет за собой масштабную политическую реакцию.

Ключевые слова: мировая экономика, глобальный экономический кризис, денежно-кредитная политика.

JEL: F02, F30, F63.

Самым поразительным фактом глобальной экономической политики на момент проведения Гайдаровского форума в начале 2016 года является чрезвычайно высокая степень консенсуса между как экономистами, так и политическими руководителями и инвесторами. Ведь именно тогда, когда все участники рынка видят перспективу одинаково, есть больше всего оснований для беспокойства. В случае всеобщего согласия все приобретают одни и те же активы в ожидании одних и тех же результатов. В подобной ситуации в ответ на любые непредвиденные обстоятельства все начинают продавать одни и те же активы в одно и то же время. Именно в таких ситуациях неожиданности приводят к наибольшей волатильности, а рынки оказываются наименее ликвидными.

Согласно общераспространенному мнению, в этом году рост немного ускорится в США, Еврозоне и Японии и слегка замедлится в развивающихся странах. С учетом того, что при оценке по рыночным валютным курсам (а для международных трансакций имеют значение именно рыночные валютные курсы) большая часть мирового

* Материал подготовлен автором на основе выступления на Гайдаровском форуме, Москва, 13 января 2016 года.

роста по-прежнему приходится на наиболее развитые экономики, темпы мирового роста в целом немного ускорятся по сравнению с прошлым годом. В целом рост по историческим меркам вновь будет средним, но средний лучше, чем никакого. По поводу всего вышесказанного существует почти всеобщий консенсус. Добавлю: чуть более быстрый мировой рост должен привести к чуть более высоким ценам на нефть, но лишь в очень незначительной степени, с чем также все согласны.

Помимо чрезвычайно высокой степени согласия по поводу консенсус-прогноза, весьма высокую степень согласия можно наблюдать и в отношении рисков, с ним связанных. Итак, основными рисками являются:

- 1) более быстрое по сравнению с ожидаемым ужесточение денежной политики Федеральной резервной системы США;
- 2) значительная девальвация китайской валюты;
- 2) кризис на развивающихся рынках.

Каждый собирается защищаться от этих рисков так, как может.

Осмелюсь предположить, что указанные риски не являются самыми серьезными с точки зрения перспектив мировой экономики. Риск более быстрого по сравнению с ожидаемым ужесточения денежной политики ФРС прогнозируется на том основании, что «точечные диаграммы» членов Совета управляющих¹ предполагают четыре повышения на 25 базисных пунктов в 2016 году, в то время как рынки ожидают только два. Очевидно, члены Совета управляющих больше, чем рынки, уверены в том, что инфляция в США наберет обороты теперь, когда безработица упала до 5%, а минимальная заработная плата была увеличена в большинстве штатов. Если мнение лиц, принимающих политические решения, именно таково, то подозреваю, что их постигнет разочарование. У нас есть предостаточно подтверждений того, что в США не существует зависимости между уровнем безработицы и уровнем инфляции заработной платы (эта зависимость известна как кривая Филлипса). Официальный уровень общей безработицы более не обладает предсказательной силой для инфляции. Это не удивительно. Доля мужчин в расцвете сил в составе рабочей силы упала до беспрецедентно низких уровней, и именно из-за этой беспрецедентности мы не имеем возможности узнать, сколько людей, покинувших рынок труда, захотят туда вернуться.

Как бы то ни было, прежде чем ФРС увидит, что инфляция приблизилась к целевой отметке в 2%, инфляция заработной платы должна будет достичь уровня 3%, с учетом того, что производительность труда в США растет примерно на 1% в год. Но ничего подобного не наблюдается — по последним данным, рост средней почасовой заработной платы всех рабочих едва ли достигает 2%. И даже если инфляция

¹ «Точечные диаграммы» публикуются после каждого заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС и показывают то, на каком уровне, согласно ожиданиям каждого из участников заседания, будет находиться при разумной денежной политике ставка по федеральным фондам в конце текущего и нескольких последующих лет. — *Прим. ред.*

заработной платы всё же превысит 3% и ФРС поднимет процентные ставки на величину, которая будет на половину процентного пункта превышать показатель, ожидаемый инвесторами, дополнительных 50 базисных пунктов по краткосрочным процентным ставкам вряд ли будет достаточно, чтобы выбить рынки из колеи. Не стоит забывать, что это лишь половина процентного пункта, то есть капля в море.

Аналогичным образом я не стал бы преувеличивать риск серьезной девальвации китайской валюты. Китайская экономика не находится в состоянии кризиса (фондовый рынок Китая, возможно, переживает кризис, но фондовый рынок — это не вся экономика). Да, сектор обрабатывающей промышленности Китая переживает рецессию, но сектор услуг продолжает расширяться. Согласно последнему отчету потребление в Китае продолжает расти на 11% в год, а оно в настоящий момент составляет практически половину китайской экономики — благодаря ее переориентации. Это означает, что, даже если потребление является единственным компонентом китайского ВВП, который растет, экономика Китая всё же может увеличиться на 5,5%, а я не думаю, что снижение темпов роста китайской экономики с 6,5% до 5,5% способно спровоцировать такую панику у китайского руководства, что оно проведет девальвацию юаня по отношению к доллару, скажем, на 30%, то есть предпримет шаг, который, вне всякого сомнения, взбудоражит мировые финансовые рынки.

В 2015 году китайское руководство усвоило несколько трудных уроков в отношении того, что происходит, когда лица, принимающие политические решения, впадают в панику и не могут адекватно проинформировать рынок о своих намерениях, — сначала, когда оно поспешно вмешалось в функционирование фондового рынка, а затем, когда неожиданно изменило режим валютного курса. Еще один жесткий урок был преподан китайским руководителям в первые две недели текущего года. Как говорил Гете, гораздо легче найти ошибку, нежели истину, и это дает нам надежду.

Что касается китайского валютного курса, то теперь уже ясно, что внесенные в августе 2015 года изменения в его режим были частью более глобального изменения стратегии, цель которого заключалась в обеспечении китайскому правительству возможности перейти от режима, где оно устанавливало курс юаня по отношению к доллару, к режиму, где оно устанавливает курс по отношению к корзине валют. Это вполне разумная корректировка, особенно в период, когда ожидается резкий рост доллара по отношению к прочим валютам. В текущем году юань падал по отношению к доллару, но не по отношению к более широкой корзине валют. По моему мнению, в 2016 году Народный банк Китая скорее всего будет удерживать юань на сравнительно стабильном уровне по отношению к корзине валют.

Я бы не стал исключать возможность кредитного кризиса на развивающихся рынках, но сомневаюсь, что он сможет оказать значительное влияние на мировую экономику в целом. Бразилия, Турция,

ЮАР и многие другие развивающиеся рынки имеют крупные долговые корпоративные обязательства в иностранной валюте, обслуживание которых может быстро прекратиться, если экономические условия в этих странах будут и дальше ухудшаться. История учит нас, что финансовые кризисы происходят при совпадении двух факторов: финансовой слабости, с одной стороны, и слабого правительства, неспособного выработать согласованное решение проблемы, — с другой.

Поэтому в первую очередь всех беспокоит Бразилия, для которой эти условия выполняются с лихвой. Страна переживает глубокий политический кризис. В обществе отсутствует политическая солидарность, необходимая для внедрения согласованной программы финансовых и структурных изменений. Уровень уверенности низок, что приводит к 5-процентному снижению потребительских и к 20-процентному снижению инвестиционных расходов по сравнению с прошлым годом. Инфляция составляет 10%, что делает высокие процентные ставки единственным доступным инструментом решения этой проблемы. А высокие процентные ставки лишь усугубляют проблему дефицита бюджета. Банковская система с достаточным капиталом и высокой доходностью служит некоторым утешением, однако я бы здесь сделал акцент на слове «некоторое».

Еще одна страна, которой лично я уделяю особое внимание, — это Турция. Россия является вторым по величине торговым партнером Турции, основным рынком экспорта турецких продуктов питания и одним из главных партнеров в сфере туризма. Поэтому российские санкции не сулят турецкой экономике, мягко говоря, ничего хорошего. Как и в Бразилии, инфляция в Турции составляет 10%, что обуславливает высокие процентные ставки и, соответственно, еще более замедляет экономический рост, который является единственным доступным инструментом преодоления трудностей. У Турции нет такого дефицита бюджета, как у Бразилии, но есть огромный дефицит счета текущих операций. Таким образом, растущая экономическая напряженность может вызвать резкое падение турецкой лиры, а это, в свою очередь, может привести к значительным финансовым проблемам для турецких компаний, имеющих задолженность в долларах и евро. И если ослабление валюты не станет источником их проблем, то эту роль сыграют высокие процентные ставки.

Но даже если кредитный кризис развивающихся рынков реализуется и замедлит их рост на 2 полных процентных пункта (а это наихудший сценарий для инвестиционных банков), то это вряд ли сможет свергнуть мировую экономику в рецессию. Трудно представить, что кредитный кризис развивающихся рынков способен реально ухудшить банковские балансы в развитых экономиках, поскольку все видят приближение этой катастрофы и банки, готовясь к ней, приводят в порядок свои балансы. В этом отношении ситуация не похожа ни на кризис американских субстандартных ипотечных кредитов 2007 года, ни на российский кризис ГКО 1998 года, повлекший за собой крах

компании *Long Term Capital Management* — оба события застали мир практически врасплох.

Что касается влияния на международную торговлю, то с учетом того, что лишь треть экспорта США и стран Еврозоны поступает на развивающиеся рынки, даже если импорт развивающихся экономик будет расти на 2 полных процентных пункта медленнее, чем предсказывает консенсус-прогноз, это сократит рост экспорта США и Европы лишь на $\frac{2}{3}$ процентного пункта. При этом экспорт в остальные страны мира составляет всего 20% ВВП США и Европы вместе взятых. По закону умножения дробей комбинация этих эффектов окажет лишь незначительное влияние на рост США и Европы.

Учитывая вышеизложенное, я не склонен придавать столь высокое значение трем рискам, которые выделяет консенсус-прогноз. Что же тогда мешает мне спать по ночам?

Во-первых, в отличие от консенсус-прогноза я продолжаю беспокоиться за Европу. Сегодня кажется, что европейский рост ускоряется: растут занятость, банковское кредитование, потребительское доверие, розничные продажи, количество регистраций автомобилей. Германия продолжает играть роль локомотива, ситуация в испанской и итальянской экономиках улучшается. Сдерживающее влияние бюджетного оздоровления практически преодолено, а количественное смягчение денежной политики Европейского центрального банка способствовало значительному росту банковского кредитования, вызвав одновременно снижение курса евро и повышение экспортной конкурентоспособности (отсюда и итальянский рост).

Однако происходит целый ряд событий, способных подорвать потребительское доверие. Никуда не делся миграционный кризис, который возобновится с новой силой, едва растает снег и успокоится море, — то есть через пару месяцев. Теперь, когда налажена сеть транспортировки беженцев, миллион человек, прибывших в Европу в 2015 году, покажется малостью на фоне того их количества, которое окажется там в этом году. Надежды на то, что Турция переломит ситуацию, приняв больше сирийцев и афганцев, вряд ли оправдаются. Результатом может стать избрание нового немецкого канцлера, что окажет непредсказуемое воздействие на уровень потребительского доверия. Кроме того, грядет британский референдум по поводу членства в ЕС — с его неопределенными последствиями для будущего Евросоюза. Вдобавок, продолжается рост экстремистских, антисистемных, выступающих против членства в ЕС партий во Франции, Польше, Финляндии и других странах, отрицательное влияние которого на уровень потребительского доверия и инвестиционных расходов также нельзя недооценивать.

И наконец, я хотел бы отметить, что ни один из изначальных фундаментальных изъянов структуры еврозоны не был исправлен. Хотя в ряде стран и были проведены реформы рынка труда, в Европе в целом еще только предстоит это сделать. Банковский союз в еврозоне по-прежнему реализован лишь наполовину, так как отсутст-

вует общий фонд страхования депозитов. Отсутствует бюджетный союз, то есть система межгосударственных налогов и трансфертов. Не осуществлено и политическое объединение — более того, с учетом происходящей политической поляризации не просматривается даже перспектив движения в этом направлении. И если вышеупомянутые шоки потребительского доверия ударят по некоторым экономикам еврозоны сильнее, чем по другим, то у Европы в очередной раз не окажется средств, чтобы справиться с последствиями.

Я также обеспокоен состоянием экономики США. Как и в Европе, у нас наблюдается рост влияния антисистемных политиков, придерживающихся крайних взглядов. Два ведущих кандидата на пост президента предлагают существенное сокращение налогов, что приведет к такому дефициту бюджета, на фоне которого померкнет дефицит времен Буша-младшего, также вызванный сокращением налогов. Два других ведущих кандидата предлагают фантастические прожекты денежных реформ, например возвращение к золотому стандарту (на полном серьезе!), а большинство других хотят наложить на политику ФРС ограничения, которые существенно сократят дискреционные полномочия центрального банка. И поскольку любой из кандидатов имеет реальный шанс быть избранным (что вовсе не кажется невероятным), реакция рынков на это однозначно не будет позитивной.

Кроме того, меня беспокоит снижение темпов роста производительности американской экономики. Совокупная факторная производительность, то есть производительность не только труда, но и капитала и иных факторов производства, растет меньше чем на 1% в год, хотя историческая норма США близка к 2%. Существуют две интерпретации этого феномена. Одна из них состоит в том, что рост производительности замедлился из-за трудностей, связанных с финансовым кризисом, и теперь, когда кризис позади, рост совокупной факторной производительности должен ускориться и приблизиться к своей исторической норме. Это внушает оптимизм.

Однако согласно другой точке зрения, низкий рост производительности, который в последнее время наблюдается в США, и есть новая норма. Такую интерпретацию иногда выражают термином «долгосрочная стагнация» (*secular stagnation*). Низкий рост производительности отражает нашу неспособность применять новые технологии таким образом, который позволил бы существенно повысить производительность. Он отражает то, что США не осуществляют достаточных инвестиций в инфраструктуру, образование и профессиональную подготовку. И если 2016 год станет годом, когда инвесторы это поймут, они могут снизить свои ожидания в отношении будущих корпоративных прибылей. Уровень инвестиций в этом случае может оказаться весьма разочаровывающим — вместо ускорения темпы роста экономики США могут замедлиться.

И теперь я подхожу к последнему поводу для беспокойства — даже если что-либо из описанного выше и сбудется, то в арсенале полити-

ческих мер едва ли удастся найти адекватный ответ. Поскольку процентные ставки ФРС по-прежнему остаются относительно низкими, это практически не оставляет никакой возможности для дальнейшего их снижения в ответ на замедление роста или, что хуже, в ответ на рецессию. Политическая критика следующего раунда количественного смягчения будет жесткой. У контролируемого республиканцами конгресса и у президента, полномочия которого истекают в этом году, нет никакого желания повышать государственные расходы. Ввиду дефицита инструментов и возможностей для ответных политических мер спад может набрать обороты очень быстро.

Как говорят всем, кто собрался прокатиться на американских горках: «Пристегните ремни!»

Ekonomicheskaya Politika, 2016, vol. 11, no. 1, pp. 7–13

Barry EICHENGREEN, professor. E-mail: eichengr@econ.berkeley.edu.

University of California, Berkeley, Department of Economics (530 Evans Hall, MC #3880 Berkeley, CA 94720-3880, USA).

Global Economic and Political Risks

Abstract

In his speech at the Gaidar Forum—2016 author touches the most urgent problems of the world economy. According to him, the faster acceleration of growth in developed countries and slower — in developing markets will be observed. The economic difficulties that could face the major players in the global economic field — US, EU, Russia, China, Brazil, Turkey and others are considered. However, the author believes that the current economic situation is unlikely to entail a massive political backlash.

Key words: world economy, global economic crisis, monetary policy.

JEL: F02, F30, F63.