

Перспективы платежного баланса в условиях глобальной экономики

А.Е. ДВОРЕЦКАЯ, доктор экономических наук, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Москва.
E-mail: alla.dvoretskaya@gmail.com

В статье анализируются содержание, структура, факторы, динамика и перспективы платежного баланса в условиях глобализации. Рассматриваются взаимосвязи и взаимовлияние трансграничных потоков по линии международной торговли и движения капиталов и кредитов. Международная миграция товарных и капитальных потоков характеризуется с позиций современного экономического положения развитых, развивающихся стран и стран с формирующимися рынками, включая Российскую Федерацию; дается прогноз перспектив платежного баланса в этих группах стран.

Ключевые слова: платежный баланс, международная торговля, капитал, финансовый счет, миграция, трансграничные потоки, глобализация

Долгие годы в межстрановых экономических отношениях доминировала международная торговля. Положение нетто-экспортера товаров, отражавшееся в активном внешнеторговом сальдо платежного баланса, расценивалось как очевидный успех государства. Напротив, пассивный внешнеторговый баланс отождествлялся с низкой конкурентной позицией страны и зависимостью от внешних ресурсов. Лишь в середине XX века в трудах монетаристов платежный баланс стал рассматриваться как итоговая позиция страны в международной торговле и трансграничном движении капиталов.

Международная торговля и движение капиталов

В современном мире состояние внешнеторгового баланса является лишь одним из многих факторов общей конкурентной позиции страны в мировой экономике. Например, лидеры современного мира (США, Великобритания, Япония, Франция), равно как и развивающиеся страны (Индия, Бразилия), имеют отрицательное сальдо торгового баланса. США активно импортируют капиталы и привлекают кредиты, нивелируя отрицательный торговый счет положительным финансовым счетом, а Великобритания имеет двойной дефицит – как по текущему, так

и по капитальному и финансовому счету. С другой стороны, Германия, Китай регистрируют двойной профицит: положительный торговый баланс (и общий счет текущих операций) и платежный баланс в целом. Россия же, с традиционно положительным счетом текущих операций, имеет отрицательное финансовое сальдо, но в целом ее платежный баланс положителен.

Такое многообразие трансграничных связей является результатом предельной глобализации мировой экономики, которую характеризуют колоссальные перемещения товаров, услуг, иных видов материальных ресурсов, миграция человеческого и финансового капитала. И именно энергичное движение финансового капитала в виде прямых и портфельных частных и государственных инвестиций, торговых, межфирменных, банковских, межгосударственных и прочих трансграничных кредитов стало индикатором статуса страны не только как суверенного производителя и торговца, но и как инвестора, кредитора, заемщика, реципиента или донора на мировом рынке капитала.

Многообразные связи резидентов страны с внешним миром отражаются в связях между различными статьями платежного баланса и макроэкономическими показателями монетарного характера. Так, сальдо текущего платежного баланса, безусловно, влияет на размеры денежной массы в стране. Значительное положительное сальдо платежного баланса способствует увеличению международных резервов, но при этом может спровоцировать рост денежной массы и инфляции. Такая «импортируемая инфляция» возникает, как правило, в странах с активным торговым сальдо (например, в России).

Одновременно на состояние счета текущих операций, в особенности на торговое сальдо, активно влияют базовые внутренние макроэкономические показатели и пропорции. Среди них – состояние внутреннего производства и потребления, государственного бюджета, соотношение инвестиций и сбережений. Превышение производства над потреблением товаров и услуг и инвестированием определяет положительное сальдо текущего счета платежного баланса; верно и зеркальное отражение этих позиций. Это не оценка успехов или провалов экономической политики, а лишь констатация сложившихся макроэкономических пропорций. Так же следует воспринимать и влияние превышения сбережений над инвестициями на формирование положительного текущего

сальдо (в противоположной ситуации образуется дефицит текущего счета). Очевидно и уменьшение сальдо текущего счета на величину дефицита госбюджета, поскольку он финансируется за счет сбережений.

Феномен «самодостаточности» капитальных и финансовых потоков

Будучи механизмом выравнивания и урегулирования платежного баланса, трансферты, отражаемые в капитально-финансовом блоке платежного баланса, приобрели и собственную логику развития, определяемую в том числе знаменитой триадой монетарных факторов: уровень и динамика процентных ставок, состояние валютного курса, темпы и уровень инфляции. При этом наблюдается своего рода закольцованность, взаимозависимость и взаимовлияние монетарных факторов как следствие сложности макроэкономических национальных и глобальных процессов.

Почему же операции с капиталом и финансовыми инструментами развиваются активно и суверенно? В конечном счете это объясняется утвердившейся в последние 50–70 лет тенденцией опережающего роста финансовых активов над реальными, более активной динамикой во всех сегментах финансового рынка. Мировой ВВП с 1980 г. по предкризисный 2007 г. вырос в 5,5 раза, а финансовые активы – почти в 17 раз.

По данным Банка международных расчетов в Базеле, средний объем традиционных и срочных валютных сделок за один рабочий день составляет 4 трлн долл. Объем сделок на валютном рынке менее чем за пять рабочих дней соответствует годовому объему мирового внешнеторгового оборота (18,8 трлн долл. в 2013 г.). Сопоставление годового объема валютного рынка (около 1,5 квдтрлн долл.) с объемом годового мирового ВВП (73,5 трлн долл.) показывает **отрыв реального сектора от финансового почти в 20 раз**. Об этом же свидетельствуют опережающие темпы роста банковских активов над темпами роста промышленного производства. Эта общемировая тенденция подтверждается и в России. Так, в РФ активы банковской системы в отношении к ВВП с 2007 г. к началу 2014 г. выросли с 51,9% до 86,0%, а по итогам года превысят ВВП.

При этом в мире объемы высокорискованных парабанковских операций, осуществляемые хедж-фондами, фондами прямых инвестиций, инвестиционными банками, сопоставимы, по данным Совета

по финансовой стабильности, с объемом мирового ВВП и достигли трети всей финансовой системы. Особо рискованный рынок кредитных деривативов и сложно структурированных финансовых продуктов перед кризисом превышал мировой ВВП на порядок.

В мировом масштабе институциональный сектор финансового посредничества и операции в его пределах лидируют по динамике и объемам. Причина кроется в иной, по сравнению с реальным капиталом, экономической природе финансового капитала и плода его эволюции – фиктивного капитала¹.

Мобильная, текучая и подвижная денежная форма финансового капитала позволяет ему с минимальными транзакционными издержками перемещаться между странами, но в совокупности с отрывом от реального капитала это несет в себе **потенциально высокие риски, реализующиеся в разрушительных финансовых кризисах мирового значения.**

Согласно новому исследованию после падения производства во всем мире корреляция темпов роста ВВП различных стран усилилась². Нелогичные, на первый взгляд, синхронные изменения в экономиках стран объясняются быстрым переносом шоков преимущественно финансовых связей – в особенности, в банковском секторе. Будучи и в обычных условиях более мобильными, в ситуации финансового кризиса межбанковские трансграничные связи гораздо более активно транслируют финансовую инфекцию, практически одинаково сильно тормозящую производство во многих странах. Так, несколько раундов количественного смягчения в рамках монетарной политики в США повлияли на объемы производства не только внутри страны, но и у торговых партнеров США и в странах, привязанных к ним в политике валютного курса.

Текущие операции платежного баланса в контексте развития мировой экономики

Современную ситуацию в области международных торговых потоков отличают улучшение баланса рисков в целом, при возобновлении геополитических рисков и большей финансовой

¹ Дворецкая А. Теоретический базис исследования фиктивного и реального капитала // Банковский бизнес. – 2013. – № 2. – С. 31–36.

² Пескатори А. Финансовые кризисы ведут к усилению синхронизации объема производства // Перспективы развития мировой экономики. Интернет-журнал «Обзор МВФ», 30 сентября, 2013. URL: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/survey/so/2013/res093013ar.htm>

волатильности для развивающихся стран и стран с формирующимися рынками (их 153)³. По оценке ООН⁴, вклад этих стран в рост мировой экономики увеличился с 28% в 1990-х годах до почти 40% в 2003–2007 гг. и примерно 75% – после 2008 г.

Эксперты МВФ прогнозируют незначительное повышение мировых темпов роста с 3% в 2013 г. до 3,3% в 2014 г. и 3,8% в 2015 г.⁵ при качественной непрочности этого подъема и довольно сильном разбросе темпов роста в развитых и развивающихся странах.

Мировой финансовый кризис 2007–2009 гг. существенно замедлил темпы роста международной торговли как двигателя глобального роста. Однако ее динамика эластично коррелировала с объемами производства и инвестиций, а с оживлением активности в 2013 г. темпы роста мировой торговли повысились и сохраняют эту тенденцию в ближайшие годы (табл. 1). Из таблицы виден большой вклад развивающихся стран в динамику мировых экспорта и импорта.

Таблица 1. Темпы роста мировой торговли товарами и услугами в 2012–2015 гг.,%

| Показатель | 2012 | 2013 | Прогноз | |
|---|------|------|---------|------|
| | | | 2014 | 2015 |
| Объем мировой торговли | 2,8 | 3,0 | 4,3 | 5,3 |
| Экспорт | | | | |
| Страны с развитой экономикой | 2,1 | 2,3 | 4,2 | 4,8 |
| Страны с формирующимся рынком и развивающиеся | 4,2 | 4,4 | 5,0 | 6,2 |
| Импорт | | | | |
| Страны с развитой экономикой | 1,1 | 1,4 | 3,5 | 4,5 |
| Страны с формирующимся рынком и развивающиеся | 5,8 | 5,6 | 5,2 | 6,3 |

Источник табл. 1–3: Обзоры мировой экономики и финансов. Перспективы развития мировой экономики, Апрель 2014. Международный валютный фонд. – С. 2, 56, 58, 64, 70, 73, 217.

Конфигурация мировой торговли во многом зависит от динамики цен на основные торгуемые товары. Цены на продукцию обрабатывающей промышленности, сырьевые биржевые товары,

³ Страны с формирующимся рынком, по оценке МВФ, – Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Малайзия, Мексика, Польша, Россия, Таиланд, Турция, Филиппины, Чили и ЮАР.

⁴ Доклад о торговле и развитии, 2013 год. Обзор Организации объединенных наций. – С. 19. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/trdr2013_ru.pdf (дата обращения: 04.12.2014)

⁵ Перспективы развития мировой экономики, Октябрь 2014. Международный валютный фонд. – С. 4.

металлы в 2014–2015 гг. будут постепенно снижаться; возможен рост цен на сельскохозяйственное сырье и материалы. Особенно критично снижение цен на топливо, в результате чего экспорт в странах-экспортерах топлива будет расти медленнее, чем в остальных странах-экспортерах.

Анализируя счет текущих операций в целом, включающий не только торговые потоки, но и трансграничные услуги, первичные доходы и текущие трансферты, рассмотрим их динамику в двух ведущих группах стран (табл. 2).

Таблица 2. Динамика сальдо счета текущих операций по группам стран в 1996–2019 гг., % к ВВП

| Страны | Среднее | | 2011 | 2012 | Прогноз | | | |
|--|-----------|-----------|------|------|---------|------|-----------|-------------------|
| | 1996–2003 | 2004–2011 | | | 2014 | 2015 | 2012–2015 | среднее 2016–2019 |
| С развитой экономикой | -0,4 | -0,6 | -0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| С формирующимся рынком и развивающиеся | 0,2 | 2,8 | 1,4 | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,9 | 0,3 |

Как свидетельствуют данные таблицы, динамика текущих операций за последние 20 лет и в среднесрочной перспективе в развивающихся странах более активна, нежели в развитых. Это отражает глобальные сдвиги активности в области международной торговли. Страны-экспортеры нефти, а также Германия, Япония, Китай, Корея, Индонезия, Малайзия, Тайвань, Сингапур, Таиланд, Филиппины традиционно имеют профицит текущего счета. Их совокупное положительное сальдо, достигнув максимума в 2006 г., к настоящему времени снизилось практически до уровня начала 2000-х годов. При этом Китай и другие страны Юго-Восточной Азии увеличивают внешнеторговый профицит, тогда как в странах-экспортерах нефти он относительно уменьшается, а в Германии и Японии остается стабильным.

На другом полюсе – группа стран с хроническим дефицитом текущего счета. Лидером в группе нетто-импортеров товаров и услуг остаются США, имеют дефицит также Соединенное Королевство, Болгария, Греция, Испания, Ирландия, Польша, Венгрия, Португалия, Румыния, Хорватия, Турция, страны Балтии (табл. 3).

Прогнозируется некоторое улучшение баланса в проблемных странах еврозоны вследствие улучшения макроэкономической ситуации. В странах-экспортерах энергоносителей ожидается уменьшение профицита вследствие снижения экспортных цен,

а у импортеров топлива ситуация неоднозначна: Япония, к примеру, увеличивает импорт, а в США ожидается его снижение.

Таблица 3. Сальдо счета текущих операций по отдельным странам и группам стран, % к ВВП

| Страны и регионы | 2013 | Прогноз | |
|---|-------------|------------|------------|
| | | 2014 | 2015 |
| Страны с развитой экономикой | 0,4 | 0,5 | 0,4 |
| США | -2,3 | -2,2 | -2,6 |
| Зона евро | 2,3 | 2,4 | 2,5 |
| Япония | 0,7 | 1,2 | 1,3 |
| Соединенное Королевство | -3,3 | -2,7 | -2,2 |
| Канада | -3,2 | -2,6 | -2,5 |
| Другие страны с развитой экономикой | 4,8 | 4,7 | 4,3 |
| Европа | 1,9 | 2,1 | 2,2 |
| Страны Европы с развитой экономикой | 2,6 | 2,6 | 2,8 |
| Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны Европы | -3,9 | -3,6 | -3,8 |
| Азия | 1,4 | 1,6 | 1,6 |
| Страны Азии с развитой экономикой | 2,0 | 2,1 | 2,0 |
| Япония | 0,7 | 1,2 | 1,3 |
| Корея | 5,8 | 4,4 | 3,5 |
| Сингапур | 18,4 | 17,7 | 17,1 |
| Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны Азии | 1,1 | 1,2 | 1,4 |
| Китай | 2,1 | 2,2 | 2,4 |
| Индия | -2,0 | -2,4 | 2,5 |
| СНГ | 0,7 | 1,9 | 1,5 |
| Чистые экспортеры энергоресурсов | 1,9 | 2,5 | 1,9 |
| Россия | 1,6 | 2,1 | 1,6 |
| Чистые импортеры энергоресурсов | -8,9 | -9,0 | -7,5 |
| Ближний Восток и Северная Африка | 10,3 | 8,7 | 6,6 |
| Экспортеры нефти | 14,1 | 11,9 | 9,7 |
| Импортеры нефти | -6,4 | -5,5 | -6,4 |

В контексте глобального развития состояние счета текущих операций платежного баланса желательно гармонизировать со сбалансированным экономическим ростом. Так, в странах с устойчивым и относительно излишним профицитом торгового баланса и незагруженными мощностями (Китай, Корея, Сингапур, Германия) необходимо поощрение внутреннего потребления и инвестиций, что позволит снизить профицит, сделать платежный баланс более «спокойным» и одновременно будет

способствовать повышению темпов роста. Напротив, в странах с текущим дефицитом (Великобритания, Франция, Индия, Испания) следует поощрять конкурентоспособность экспорта.

При оценке перспектив мировой экономики и международной торговли следует учитывать влияние шоков роста в странах с формирующимся рынком на ситуацию в развитых странах. Эти шоки передаются в основном через каналы торговли. Развивающиеся страны поглощают почти 20% совокупного экспорта из развитых стран, поэтому в случае спада в ведущих странах-импортерах (например, в Китае) будет нанесен ущерб развитым странам. На импорт стран с развитой экономикой из стран с формирующейся экономикой приходится до трети совокупного импорта – в основном биржевых товаров и низкотехнологичной продукции (продовольствие и текстиль), но также машин и оборудования с их постепенно увеличивающейся долей. И здесь любые сбои в цепи поставок негативно повлияют на развитые страны.

Международная миграция капиталов

В мировом масштабе за последнее столетие произошел разворот движения потоков: избыток капитала развитых стран, направлявшийся ранее преимущественно в недостаточно развитые страны и регионы и содействовавший их экономическому росту, теперь предназначен для иных целей: «...Большинство международных потоков представляет собой финансовую диверсификацию... и предназначено в основном для снижения риска путем тщательного регулирования состава портфелей»⁶. Более спекулятивный и хеджирующий характер глобальных потоков объясняется тем, что в развитых странах экономическая структура гармонична и не требует усиленного притока прямых инвестиций для активизации роста, развития национального бизнеса, что, напротив, жизненно необходимо для развивающихся стран.

Одновременно наблюдается интересный эффект, именуемый феноменом «домашнего смещения» (*home bias*)⁷: даже при

⁶ *Obstfeld M., Taylor A. M.* Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth. – Cambridge, Cambridge University Press, 2004. – P. 31.

⁷ *Cai F., Warnock F. E.* International Diversification at Home and Abroad // NBER Working Paper. – 2006. – № 12220. – May; *Hillberry R., Hummels D.* Explaining Home Bias in Consumption: The Role of Intermediate Input Trade // NBER Working Paper. – 2002. – № 9020. – June.

относительном избытке капитала инвесторы зачастую отдают предпочтение внутреннему инвестированию и менее активно вкладывают в международные финансовые активы.

Исследователями выявлен также эффект неожиданно низкой транснациональной мобильности капитала (парадокс Фельдштейна-Хориоки)⁸, созвучный эффекту домашнего смещения, поскольку означает поглощение рынками излишка сбережений на внутреннем рынке. Вывод Фельдштейна и Хориоки вытекает из тесной корреляции национальной нормы сбережений и нормы инвестирования. В проведенном в России в 2005 г. исследовании Института экономики переходного периода⁹ было показано, что, поскольку в РФ норма инвестиций и норма сбережений тесно не коррелируют, то «...в соответствии с логикой Фельдштейна и Хориоки это означает, что в формировании национальных инвестиций большую роль играют инвестиции из-за границы (либо национальные инвестиции за границу)».

Думается, абсолютизировать постулат Фельдштейна-Хориоки не имеет смысла. В России сейчас наблюдается тенденция к деглобализации рынка капитала. Мы прогнозировали ее в виде массового сокращения банковских трансакций в зарубежных юрисдикциях в результате курса на деофшоризацию экономики и как подтверждение феномена «домашнего смещения»¹⁰. Однако с 2014 г. сокращение внешнего фондирования банков связано не столько с их сознательным выбором, сколько с объективно ухудшившимся инвестиционным статусом России в связи с известными политическими событиями. Что касается деофшоризации и возможного последующего ужесточения валютного контроля, то эти меры противоречат идее глобализации и имеют изоляционистский характер.

Несмотря на описанные эффекты «одомашнивания» инвестиций, трансграничные финансовые потоки в глобальной экономике весьма значимы, что проявляется в росте валютных авуаров развитых стран открытых позиций и банковских требований

⁸ *Feldstein M., Horioka C. Domestic Savings and International Capital Flows // The Economic Journal. – 1980. – Vol. 90. – № 358. – P. 314–329.*

⁹ *Дробышевский С., Трунин П. Анализ взаимодействия счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и основных макроэкономических показателей РФ. – М.: ИЭП, 2005. – С. 57.*

¹⁰ *Дворецкая А. Теневой банкинг: институциональное и функциональное регулирование // Деньги и кредит. – 2013. – № 4. – С.13–19 [С. 16] .*

по портфельным инвестициям в странах с формирующимся рынком. Однако шоки в виде потенциальных дефолтов в этих странах могут ослабить позиции развитых стран. К этому же может привести и резкое уменьшение спроса стран с формирующимся рынком на долговые инструменты развитых стран¹¹.

В группе развивающихся стран, несмотря на постепенное посткризисное восстановление притока капитала, в целом докризисные значения не достигнуты. Возможный приток спекулятивного капитала вследствие роста ставок в рамках ужесточения монетарной политики не имеет позитивного значения из-за его непродуктивного характера. Спрос инвесторов переключается на развитые страны в связи с большей привлекательностью их активов: сказывается известный «эффект богатства». В соответствии с ним проводимая монетарными властями политика количественных смягчений способствует росту цен не только на финансовые, но и на прочие активы, что активизирует совокупный спрос и выпуск и привлекает инвесторов.

Следует отметить, что мировые потоки капитала находятся под сильным воздействием денежно-кредитной политики США, ужесточение которой может привести к оттокам капитала из развивающихся стран по принципу цепной реакции, к снижению курсов их валют, дестабилизации финансового положения внутренних инвесторов, к общей напряженности совокупного платежного баланса.

Анализ чистых потоков по развивающимся странам, включая формирующиеся рынки, представлен на рисунке 1.

Рисунок показывает тенденцию к совпадению в целом динамики счета текущих операций и частных финансовых потоков, уменьшению и в перспективе стабилизации международных резервов. Докризисных значений прироста резервы не достигли; в 2007 г. совокупные резервы группы стран увеличились на 1186,6 млрд долл., тогда как в 2013 г. – только на 509,3 млрд долл., то есть прирост снизился вдвое.

¹¹ Яркий пример – гипотетическое изменение позиции Китая как крупнейшего экспортера капитала в мире в отношении покупок облигаций США, что, безусловно, стало бы шоком для американской экономики.



* Знак «минус» означает увеличение.

Источник рис. 1–3: построены автором по данным: Обзоры мировой экономики и финансов. Перспективы развития мировой экономики, Апрель 2014. Международный валютный фонд. – С. 211.

Рис. 1. Финансовые нетто-потоки в развивающихся странах и странах с формирующимся рынком в 2006–2015 гг. (2014 и 2015 гг. – прогноз), млрд долл.

Чистые денежные потоки детерминируются в первую очередь величиной сальдо счета текущих операций, определяющей тренды капитальных потоков. Типично преобладание вывоза капитала над ввозом в таких странах-экспортерах сырья и топлива, как Россия, Казахстан, Азербайджан, Саудовская Аравия, Бахрейн, Кувейт, ОАЭ. Денежные притоки от торговли в этих странах не успевают восприниматься, абсорбироваться национальной экономикой (в особенности в странах, работающих на пределе производственных мощностей), и относительный излишек частного капитала экспортируется за границу.

Это характерно и для некоторых развитых стран – крупных экспортеров и товаров, и капитала, например, для Норвегии. Такая внешняя позиция страны позволяет срабатывать клапану, оберегающему экономику от перегрева, помогая центральным банкам ограничивать инфляцию, не скупая относительный излишек иностранной валюты. Можно утверждать, что **отток капитала для ресурсной экономики закономерен** (рис. 2).



Рис. 2. Частные финансовые нетто-потоки в развивающихся странах и странах с формирующимся рынком в 2008–2015 гг., млрд долл.

Как видим, страны-экспортеры топлива являются чистыми донорами капитала, а развивающиеся – реципиентами. Медленные изменения в мировом энергобалансе, происходящие под влиянием геополитических событий последнего времени, со значительной степенью вероятности изменят конфигурацию платежных балансов стран-экспортеров нефти, входящих в группу развивающихся. Постепенное ухудшение их платежных балансов в перспективе может стать катализатором внутренних системных трансформаций и структурных преобразований национальных хозяйств с целью формирования их более гармоничного и диверсифицированного облика. Так, по макроэкономическим прогнозам, доля нефтегазового сектора в ВВП России вследствие диверсификации экономики и падения темпов добычи сократится с 17% в 2013 г. до 14% в 2025 г.

Более дробной предстает структура частных потоков при ее делении на прямые, портфельные и прочие инвестиции (рис. 3).

Обращает на себя внимание абсолютное преобладание прямых инвестиций, ежегодная величина которых достаточно стабильна. По данным ЮНКТАД, в 2013 г. вложения в развивающиеся и переходные экономики составили более 60% общемировых инвестиционных потоков.

Портфельные инвестиции после неустойчивой динамики, обусловленной кризисной волатильностью, также стабилизировались.

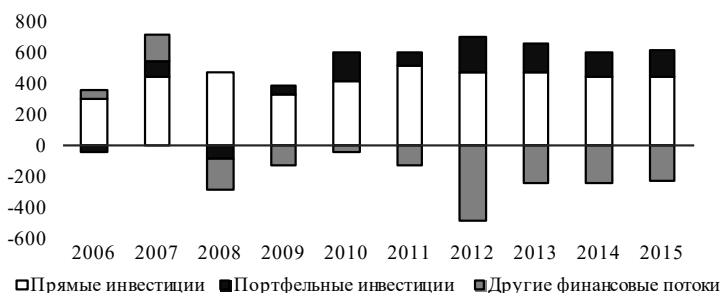


Рис. 3. Структура частных финансовых потоков развивающихся стран и стран с формирующимся рынком в 2006–2015 гг., млрд долл.

Их меньшие масштабы объясняются переориентацией спекулятивных инвесторов на развитые страны. Однако, несмотря на вялую динамику, портфельные инвестиции по своему характеру стали более зрелыми и качественными. Возникли новые классы суверенных долговых финансовых активов, и в составе глобальных инвесторов возросла роль фондов, вкладывающих в такие облигации. Рост волатильности при активизации портфельных инвестиций ставит задачи управления ею как реципиентами капитала, так и монетарными властями.

Что касается прочих финансовых потоков, то нахождение стран развивающихся и с формирующимися рынками в отрицательной зоне объясняется сокращением транснационального торгового, банковского и межгосударственного кредитования этих стран в сравнении с докризисным периодом. С 2013 г. отток по этим направлениям несколько уменьшился и стабилизировался на среднем уровне 240 млрд долл. в год (в 2013–2014 гг.).

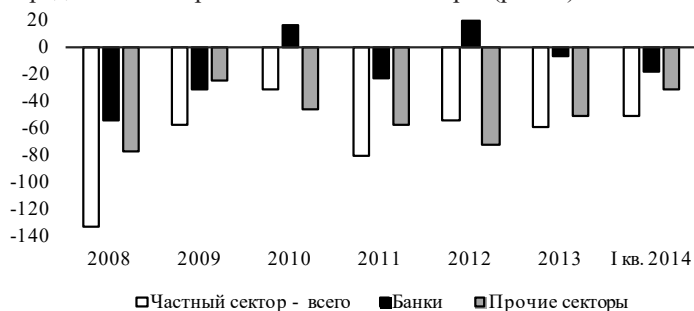
Именно в этом блоке учитываются сомнительные операции¹² как индикаторы бегства капитала. По оценкам Центрального банка РФ и Росфинмониторинга, по статье «сомнительные операции» в 2013 г. из России ушло 27,1 млрд долл.; по статье

¹² Сомнительные операции, в терминологии Банка России, включают имеющие признаки фиктивности операции, связанные с торговлей товарами и услугами, с покупкой/продажей ценных бумаг, предоставлением кредитов и переводами средств на собственные счета за рубежом, целью которых является трансграничное перемещение денежных средств – зачастую ради вывода денежных потоков из-под национального налогового контроля: своевременно неполученная экспортная выручка, фиктивные импортные контракты, серый импорт и пр.

«чистые ошибки и пропуски» (неидентифицируемые операции, среди которых также есть сомнительные) – 11,7 млрд долл., всего 38,8 млрд долл., или около 2% ВВП. В первом полугодии 2014 г. аналогичный экономический блок оценивается, по данным платежного баланса, на уровне 6,15 млрд долл.

Анализируя трансграничные потоки капитала, следует отметить, что именно мобильность движения частного капитала является одним из факторов как эффективного глобального развития, так и роста национальных экономик. Более того, объемы и динамика официальных трансфертов и накопление резервов как индикатора финансовой и долговой суверенной устойчивости являются прямым следствием активности частного сектора.

Платежный баланс раскрывает взаимоотношения между банками и прочим частным сектором, потоки капитала в которых нередко имеют противоположные векторы (рис. 4).



Источник: построено автором по данным платежного баланса РФ.

Рис. 4. Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором в России в 2008 г. – I кв. 2014 г., млрд долл.

В России, как видно по рисунку, в 2008 г. отток капитала достиг рекордной величины (133,6 млрд долл.). В дальнейшем фиксируется стабильный отток, лишь частично объясняемый позицией страны как экспортера сырьевых ресурсов. **Основной экспорт капитала исходит из корпоративного сектора.** Обращает на себя внимание ускорение оттока капитала в 2014 г. вследствие геополитических рисков, инвестиционной неопределенности, падения международного рейтинга, экономических санкций, резкой девальвации рубля, нарастающей инфляции.

Основной формой вывоза капитала для российских банков традиционно является размещение ссуд и депозитов в иностранных банках и компаниях, в том числе кредитование российских компаний через офшоры. Вывоз капитала промышленным сектором объясняется диверсификацией бизнес-рисков, отсутствием привлекательных инвестиционных проектов внутри страны. Для сектора домашних хозяйств немаловажной мотивацией являются вложения средств в зарубежную недвижимость, а также приобретение наличной иностранной валюты на фоне девальвации национальной.

Промышленные корпорации активно привлекают иностранный ссудный капитал не для целей органического развития бизнеса, а для рефинансирования задолженности. Банки используют относительно дешевый ссудный зарубежный капитал для пополнения ликвидности. Иностранный капитал приходит также в виде займов международных финансовых организаций и размещения еврооблигаций. Последний источник «мелеет» из-за стагнации зарубежного рынка и проблем у потенциальных зарубежных кредиторов.

Приток стратегически важных для экономического развития прямых иностранных инвестиций происходит путем долевого участия, реинвестиции доходов, за счет иностранных взносов в капитал российских компаний. На долю прямых инвестиций в РФ приходится примерно 60% всех иностранных инвестиций в РФ. На момент кризиса отношение накопленных иностранных инвестиций к ВВП было низким по сравнению с БРИКС – всего 8% (у ЮАР – 25%, Китая – 20%, Бразилии – 18%, Индии – 10%). Но, по данным ЮНКТАД, в 2013 г. РФ уже вышла на третье место в рейтинге прямых иностранных инвестиций в мире после США и Китая.

В целом прогнозы притока ссудного капитала и прямых инвестиций в банковский и корпоративный секторы России не слишком оптимистичны вследствие замедления экономического роста в стране, негативных политически обусловленных ожиданий зарубежных инвесторов и кредиторов. Особенно сильно от отсутствия внешнего финансирования страдают банки. Недостаточную ликвидность они, скорее всего, будут стараться замещать кредитами рефинансирования Центрального банка, но их активизация неочевидна вследствие опасности спекуляций на валютном рынке.

Процентные ставки и миграция капитала

Реальные процентные ставки во всех странах снизились в среднем с 5½% в 1980-е годы до 3½% в 1990-е годы, 2% с 2001 по 2008 гг. и 0,33% – в 2008–2012 гг.¹³ Снижению ставки процента способствовало ускорившееся в последние 10–15 лет повышение доходов и нормы сбережения в группе развивающихся стран. К 2013 г. норма сбережений в группе приблизилась к 35%, причем рост мировой нормы сбережений на 88% обусловлен вкладом развивающихся стран. В свою очередь, повышение сбережений стало следствием ускорения экономического роста, накопления нефтедоходов, стремлением накопления официальных резервов, ментальными и демографическими факторами и пр.

Одновременно понижающее влияние на мировые процентные ставки оказало резкое уменьшение (ниже 20% к ВВП) нормы накопления и инвестиций, особенно со стороны госсектора, в развитых странах.

На динамику мировых ставок влияют также тренды бюджетной, фискальной и монетарной политики, структура инвестиций в части деления на долевые и долговые инструменты и другие факторы. В частности, мягкая денежно-кредитная политика последних лет, проводимая многими странами (прежде всего, США) с целью выхода из кризиса и оживления спроса, по определению основана на снижении процентных ставок.

В среднесрочной перспективе возможно небольшое повышение ставок в случае охлаждения экономики и снижения сбережений на формирующихся рынках и в развивающихся странах. Однако общий уровень ставок останется относительно низким (в диапазоне 0,5–2%) вследствие влияния консервации низкого уровня инвестиций в развитых странах, сохраняющегося спроса на малорискованные активы. Низкие ставки ощутят на себе владельцы сбережений, крупные институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании), банки, их заемщики. Эффект относительно широкого уровня ставок окажется разнона-

¹³ Пескатори А., Фурчери Д. Процентные ставки повысятся по мере нормализации мировой экономики, но умеренно // Обзор МВФ. – 2014. – Апр. URL: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/survey/so/2014/res040314ar.htm> (дата обращения: 04.12.2014)

правленным. Не удовлетворены окажутся финансовые институты и поставщики фондирования (депозитеры, инвесторы). Заемщики, напротив, почувствуют себя более комфортно при обслуживании долга (речь идет и о государственном долге). По исследованиям, «...снижение реальных ставок на 1 проц. пункт в ближайшие 5 лет снизило бы среднее отношение долга к ВВП в странах с развитой экономикой примерно на 4 проц. пункта»¹⁴.

Для многих развивающихся стран ограничение доступа к внешнему финансированию наряду с инфляцией привело к повышению национальных ставок. Например, Банк России в октябре 2014 г. повысил ключевую ставку до 9,5%¹⁵. Мотивацией монетарного ужесточения официально считается усиление инфляционных ожиданий, но к этому подтолкнул и ускорившийся отток частного капитала. Чистый отток за девять месяцев 2014 г. превысил 86,2 млрд долл. при годовом прогнозе 25 млрд долл. (за 2013 г. – 62,7 млрд долл.). Отток по итогам 2014 г. превысит 100 млрд долл.

Манипулирование ставками в контексте движения капиталов по-разному влияет на экономический рост. Повышение ставок задерживает отток капитала, однако негативно влияет на динамику деловой активности вследствие удорожания кредита. Одновременно девальвация улучшает сальдо торгового баланса и обеспечивает ценовое конкурентное преимущество. В условиях же мягкой монетарной политики, которую проводят в основном развитые страны, слишком активное снижение ставок может спровоцировать ослабление требований банков к заемщикам, повышение кредитных рисков и финансовой дестабилизации. В сентябре 2014 г. Европейский центробанк понизил ключевую ставку с 0,15 до 0,05% в целях стимулирования экономического роста и избежания дефляции в регионе, а также установил отрицательную ставку (–0,2%) по депозитам банков в ЕЦБ с целью стимулирования банковского кредитования. Неочевидно, что при этом активизируется рост, возможно и возрастание оттоков капитала.

¹⁴ Обзоры мировой экономики и финансов. Перспективы развития мировой экономики, Апрель 2014. Международный валютный фонд. – С. 89.

¹⁵ Значение ключевой ставки в момент ведения в сентябре 2013 г. составляло 5,5%.

Перспективы движения капитала в глобальной экономике

Поскольку перспективы качества роста и притока инвестиций в развитых экономиках более благоприятные, а развивающиеся страны нуждаются в серьезном наращивании внешнего финансирования, правительства этих стран должны предпринимать меры по развороту тренда капитальных потоков в свою пользу.

В регулировании потоков капитала чрезвычайно важно повышение адаптивности мер валютной и денежно-кредитной политики. В монетарном блоке, в частности, необходима максимально гибкая курсовая политика. С одной стороны, точечная управляемая девальвация способствует выравниванию платежного баланса вследствие оздоровления торгового баланса, повышению конкурентоспособности страны в мировой торговле. Однако ослабленная валюта снижает интерес к инвестированию в данную страну: не только не приходит новый капитал, но и уходят ранее пришедшие инвесторы. В целом конкурентные девальвации, или «валютные войны» (политика «разорить соседа»), в стратегической перспективе нежелательны и не приветствуются мировым бизнес-сообществом¹⁶.

Специфика современного этапа заключается в том, что желание некоторых стран улучшить внешнеторговый статус путем сознательного сдерживания укрепления валюты, нивелируется объективным снижением их валютных курсов на фоне более сильной позиции развитых стран. При оттоке капитала, обусловленном снижением валютного курса, монетарные власти вынуждены производить валютные интервенции, свидетельствующие о наличии достаточных валютных резервов, и разумные масштабы продаж валюты снижают нежелательную волатильность обменного курса.

Одновременно следует проследить влияние изменения курса на инфляцию. Высокий уровень инфляции, девальвация, обычно подстегивающая инфляцию, могут привести к ужесточению денежно-кредитной политики и принятию других мер по достижению

¹⁶ Общеизвестно «придерживание» курса юаня Китаем, что наносит ущерб его главному торговому партнеру – США. Препятствуют укреплению национальных валют также Малайзия, Перу, Сингапур, Колумбия. Эта протекционистская мера, принося кратковременные выгоды, контрпродуктивна в долгосрочной перспективе. Поэтому главы монетарных и финансовых властей группы G7 в феврале 2013 г. призвали воздерживаться от получения конкурентного преимущества за счет ослабления валюты и сосредоточиться на поощрении внутреннего спроса путем мягкой монетарной политики.

ценовой стабильности. В странах, принявших режим инфляционного таргетирования (в их числе Россия), основным инструментом центральных банков становится манипулирование процентными ставками. Секторальные санкции, продовольственное эмбарго, технологический бойкот России, ограничение доступа к финансированию ведущих корпораций и банков ускорили инфляцию, отрицательно отразились на динамике валютного курса, усилили отток капитала. В этих условиях Центральный банк РФ проводит достаточно жесткую денежно-кредитную политику: ключевая ставка повышена с 5,5% на начало 2014 г. до 9,5% к началу ноября, и нельзя исключать дальнейшее повышение ставок. Опасность состоит в торможении экономической активности вследствие ограничения кредитования. Налицо классическое противоречие между приоритетами экономического роста и ограничения инфляции. Думается, в условиях рецессии в России более разумным является смягчение (или, по крайней мере, отказ от ужесточения) денежно-кредитной политики, в частности, стабилизация ключевых ставок.

Очевидным решением станет повышение процентных ставок с целью ограничения инфляции для Индии, Бразилии. В других странах возможны как повышения, так и понижения ставок в зависимости от инфляционных ожиданий, макроэкономической диспозиции и других факторов.

Важным фактором активизации притока капитала и задержки его оттока, а также нейтрализации волатильности обменных курсов является общая стабильность в финансовом институциональном секторе, в особенности в банковском сегменте. Дестабилизация возможна вследствие внезапных курсовых шоков, негативно воздействующих на банки и их контрагентов. Речь идет о банках с высокой валютной позицией, активно кредитующих в иностранной валюте национальные предприятия, работающие на внутренний рынок. Проблема качества активов становится в данном случае общенациональной задачей, решаемой с помощью усиления институционального надзора и контроля со стороны регулятора. На нейтрализацию рисков, провоцирующих шоки изменений валютных курсов, потоков капиталов, направлены, в частности, повышенные требования Центрального банка РФ к капиталу с созданием необходимых буферов, внутреннего риск-ориентированного надзора в крупных банках и т.д.

Следует отметить, что для стратегических инвесторов на первый план выступают перспективы роста в стране инвестирования

с учетом суверенных рисков. Одновременно возникает опасность, что стимулирование роста путем конкурентных девальваций и активизация притока капитала спровоцируют пузыри на национальном рынке. Это ставит перед монетарными властями развивающихся экономик задачи контроля движения капитала и его волатильности, на что обратил внимание бывший председатель Совета управляющих ФРС США Бен Ш. Бернанке¹⁷.

* * *

В современном мире активная миграция капитала стала определяющей чертой глобальной экономики. Не случайно сегодняшний дизайн платежного баланса выдержан в монетаристском духе и представляет итоговую позицию страны в международной торговле и трансграничном движении капиталов. Одновременно следует серьезно воспринимать риски и угрозы чрезмерно волатильного движения капиталов вследствие отрыва движения финансового капитала от реального, разрастания операций в секторе теневого (параллельного) банкинга.

Оценивая перспективы движения капитала с позиции глобального роста, следует указать на важность придания как можно более адаптивного характера монетарной, банковской, бюджетной, структурной политике. В условиях мировой финансовой нестабильности, очагов напряженности и шоков как никогда важно суверенное и межгосударственное регулирование потоков капитала во избежание их разрушительной хаотичности.

На примере России как страны – сырьевого экспортера видна закономерность чистого оттока капитала при высоком положительном текущем сальдо в качестве своеобразного демпфера для защиты от перегрева экономики. Однако в большей степени на отток капитала влияют ускоряющиеся девальвация и инфляция на фоне наступающей рецессии вследствие внешних геополитических и внутренних структурных факторов. Такая сложная ситуация ставит перед единым финансовым регулятором в лице Центрального банка РФ непростые задачи, к решению которых должны подключиться и иные экономические ведомства.

¹⁷ Монетарная политика и мировая экономика. Речь председателя Совета управляющих ФРС США Бена Ш. Бернанке в Лондонской школе экономики, Великобритания 25 марта 2013 г. URL: <http://www.fedspeak.ru/130325-Bernanke%20-%20Monpol&globeconomy.htm> (дата обращения: 04.12.2014)