

# Комментарии

## Мировая экономика

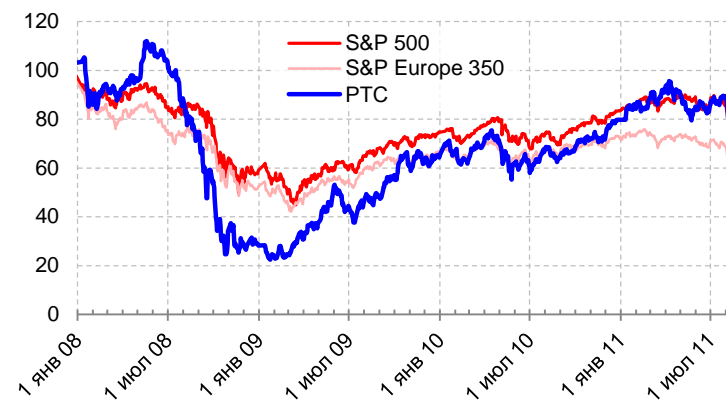
### Ни роста, ни стимулов

*26 августа глава ФРС Бен Бернанке выступил с докладом, посвященным кратко- и долгосрочным перспективам американской экономики. Доклад получился оптимистичным: долгосрочные перспективы у экономики США – хорошие, а ближайшие проблемы могут быть решены, в частности, с помощью оставшихся в распоряжении ФРС кредитно-денежных инструментов. Он также выразил готовность «в случае нужды» провести очередной раунд смягчения денежной политики. Но так ли все безоблачно? Тем более что экономические трудности переживают сейчас не только США, но и европейские страны.*

**США.** Год назад ФРС приняла решение о проведении второго раунда количественного ослабления денежной политики (QE2). Первоначально финансовые рынки отреагировали на это интенсивным ростом: с сентября 2010 года по конец апреля 2011 года рост индекса S&P 500 составил 26%. Инвесторы верили, что мягкая денежная политика и хорошее финансовое состояние американских корпораций обеспечат достаточно энергичный выход экономики США из кризиса. Однако с конца апреля 2011 года фондовые индексы пошли вниз, и сегодня их значения находятся на уровнях годовой давности. Или, если вам это понравится больше, – на уровнях конца сентября 2008 года (две недели после банкротства Lehman Brothers!).

Падение фондовых индексов отражает негативную переоценку инвесторами перспектив выхода экономик США и Европы из кризиса. Пессимизм инвесторов основан на понимании того, что потенциал имеющихся государственных инструментов стимулирования экономики фактически исчерпан. Действительно,

Динамика фондовых индексов за 2007–2011 гг.



Источник: PTC, Bloomberg.

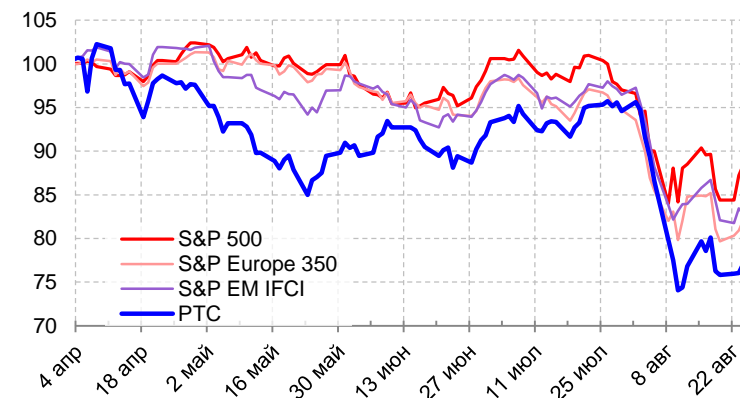
ни снижение учетной ставки ФРС США до нуля и удержание её на этом уровне в течение почти трех лет, ни интенсивное наращивание бюджетных расходов, ни проведение двух раундов количественного ослабления денежной политики не придали американской экономике желаемого импульса роста. По словам Кеннета Рогоффа, в ситуации бюджетной ловушки, в которой находятся США, экономическая теория рекомендует использование бюджетных стимулов, но она при этом просто не рассматривает случая с дополнительным отягощающим условием – высоким уровнем государственной задолженности. Это означает, что готовых рецептов экономической политики применительно к сегодняшней ситуации в США просто не существует.

Наиболее вероятным для США является сценарий очень медленного роста темпами около 1–1,5% в течение 3–4 лет. Впрочем, и «японский» сценарий – десятилетие стагнации – нельзя исключать. Также как и возможность сползания американской экономики в полномасштабную рецессию.

Ускорить рост экономики США могла бы программа по расчистке балансов финансовых и нефинансовых корпораций (да и населения тоже) от долгового бремени. Но кто её может осуществить и за чей счёт? ФРС? Но такая политика чревата неизбежным ускорением инфляции! Ряд экономистов (например, лауреаты Нобелевских премий Кругман и Стиглиц) предлагают набраться политической воли и продолжить наращивание бюджетных расходов – то есть повторить то, что делала Япония на протяжении 1990-х и первой половины 2000-х годов. Но если что и можно гарантировать в результате такой политики, так это рост государственного долга (в Японии он составляет около 200% ВВП, что пока посылно для бюджета исключительно благодаря высокой склонности населения к сбережениям и сверхнизким процентным ставкам). А вот ускорения экономики никто гарантировать не может...

Дополнительным отягощением для оценки перспектив американской экономики является очевидная многим экспертам слабость нынешней администрации, которая в торге с республиканцами при обсуждении вопроса о новом потолке

**Динамика фондовых индексов за апрель–август 2011 г.**



Источник: Cbonds, Bloomberg.

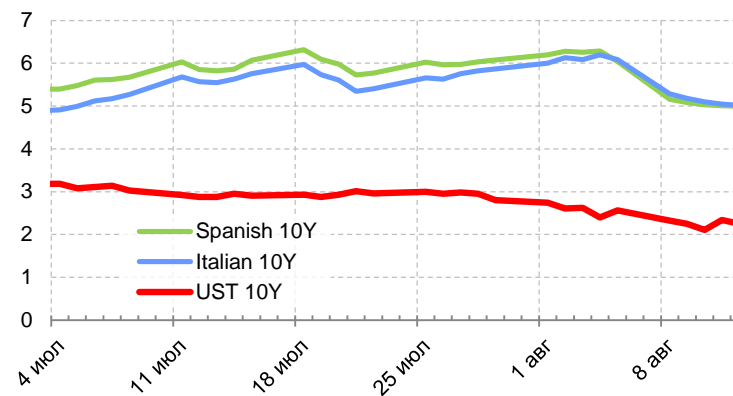
госдолга согласилась на сокращение расходов, не добившись ни продления налоговых льгот для большинства населения США, ни повышения налогов для богатых американцев.

**Европа.** Проблемы США меркнут на фоне проблем еврозоны, для которой никакие учебники точно еще не написаны. Что делать в рамках единого денежного пространства, когда участники проекта поделились примерно пополам по качеству своей бюджетной политики и состоянию платежного баланса? У одних устойчивое положительное сальдо текущих операций и бюджетный порядок, а у других – двойной дефицит, профинансировать который привычными рыночными заимствованиями в условиях, когда доверие к государственному долгу пошатнулось, невозможно. Колоссальные убытки при снижении цен на государственные облигации европейских стран несут европейские банки даже благополучных стран Европы. Всё чаще возникают подозрения, что капитал ряда банков опускается (или вот-вот опустится) ниже минимально допустимого уровня.

Выход из этой ситуации – если он и виден, то на пути быстрой интеграции бюджетных механизмов и создания сильнейших наднациональных органов, имеющих полномочия по ограничению бюджетных расходов в странах-членах еврозоны и занимающихся банковским контролем и регулированием. Но даже это не дает ответа на вопросы, за счет каких средств можно рефинансировать имеющийся госдолг периферийной Европы или рекапитализировать банковскую систему. Не говоря уже об ответе на вопрос, каким образом можно поднять конкурентоспособность национальных экономик в половине стран еврозоны. Похоже, что при любом варианте для решения европейских долговых проблем и сохранения еврозоны в нынешнем виде значительные расходы должна понести Германия (сами собой проблемы не решатся, как это утверждают некоторые европолитики), чья готовность к этому далеко не очевидна.

Создает ли такая ситуация какие-либо угрозы для «тихой гавани», каковой себя по привычке считает Россия? Пока мы не склонны драматизировать ситуацию и предсказывать неминуемый обвал цен на энергоносители. Да, медленный рост в

**Динамика доходностей казначейских облигаций США, Италии и Испании за июль–август 2011 г.**



Источник: Bloomberg.

США и еврозоне имеет мало шансов на ускорение (скорее, на трансформацию в стагнацию или рецессию), но ведь ни Европа, ни США давно уже не обеспечивают маржинального спроса на энергоносители. Спрос на них растёт совсем в других регионах, в первую очередь в Китае и Индии. А там продолжение роста практически неизбежно, что делает неминуемым и нарастание глобального спроса на сырьевые товары. К тому же Саудовская Аравия – единственная в мире страна, которая может достаточно быстро обеспечить изменение (в любую сторону) предложения на мировом рынке нефти, – отнюдь не заинтересована в существенном снижении цен на чёрное золото. С другой стороны, стремление европейских экспортеров нарастить свои продажи в России вполне может привести к небольшому снижению цен на импорт, что лишь ускорит его рост и приблизит критически опасное для нашей страны состояние равновесия текущего счета платежного баланса. А вполне вероятные потрясения в европейской банковской системе могут «закрыть» финансовые рынки Европы для любых заемщиков и/или продавцов активов. А это значит, что российский бюджет, который в ближайшие годы сильно заложился на доходы от приватизации и внешние заимствования, может вспомнить хорошо забытое слово «секвестр».

Конечно, нет худа без добра. Именно такое неблагоприятное развитие событий может оказаться самым действенным толчком для проведения столь запоздалых структурных и институциональных реформ....

**Андрей Чернявский**