

Интервью с ученым

УДК 336.743

DOI: 10.28995/2782-2222-2022-2-128-136

Кризис, связанный с пандемией COVID-19, и его последствия для мировой валютно-финансовой системы

Михаил Юрьевич Головин

*доктор экономических наук, член-корреспондент РАН,
директор Института экономики Российской академии наук,
профессор Московской школы экономики МГУ им. М.В. Ломоносова*

Для цитирования: Головин М.Ю. Кризис, связанный с пандемией COVID-19, и его последствия для мировой валютно-финансовой системы [беседа вела Е.В. Зенкина] // Наука и искусство управления / Вестник Института экономики, управления и права Российского государственного гуманитарного университета. 2022. № 2. С. 128–136. DOI: 10.28995/2782-2222-2022-2-128-136

For citation: Golovnin, M.Yu. (2022), “The crisis related to the the COVID-19 pandemic and its consequences for the global monetary and financial system [The interview was held by E.V. Zenkina]”, *Science and Art of Management / Bulletin of the Institute of Economics, Management and Law of the Russian State University for the Humanities*, no. 2, pp. 128–136, DOI: 10.28995/2782-2222-2022-2-128-136

Михаил Юрьевич, вышла ли мировая экономика из кризиса, связанного с пандемией COVID-19?

М.Ю. Головин. Если судить по динамике реального ВВП, то мировая экономика в целом преодолела кризис, связанный с распространением пандемии COVID-19 и начавшийся в 2020 г. В 2021 г., по предварительным оценкам Международного валютного фонда, опубликованным в январе 2022 г., реальный ВВП в мировой экономике превысил показатель 2019 г. на 2,6%. Однако восстановление было неравномерным. Если в странах с формирующимися рынками и в развивающихся странах прирост ВВП

© Головин М.Ю., 2022

составил 4,3%, тогда как в развитых странах практически остался на уровне 2019 г. и то, главным образом, благодаря экономическому росту в США. В зоне евро, Великобритании и Японии уровень реального ВВП 2019 г. в 2021 г. еще не был достигнут.

Основными факторами, повлиявшими на восстановление мировой экономики после кризиса, стали отмена социальных ограничений (в значительной степени под влиянием активного распространения процесса вакцинации) и экономическая политика, особенно в ведущих развитых странах, которую я бы охарактеризовал как «сверхстимулирующую». Сразу стоит оговориться, что государство во время кризиса 2020 г. одновременно выступало и в качестве стороны, его создающей, и помогающей выйти из кризиса. Речь идет о противоречии между двумя целями: сохранения человеческих жизней (гуманистической) и поддержания экономической активности. В большинстве стран, по крайней мере на раннем этапе развития пандемии, приоритет однозначно был отдан первой цели. Характерно, что страны, вводившие наиболее жесткие ограничения на социальную мобильность (Европа, Индия), завершили 2020 год с максимальными темпами экономического спада.

Однако нас в большей степени интересует вторая цель и связанная с ней сверхстимулирующая экономическая политика. Так, темпы прироста отношения государственных расходов к ВВП в 2020 г. в развитых странах были максимальными на протяжении всего XXI века. Например, этот показатель за 2020 г. в Канаде вырос на 29%, в США – почти на 27%, в Германии – на 13%. В условиях падения государственных доходов это привело к резкому увеличению дефицитов государственных бюджетов, а вслед за этим – государственного долга.

В области денежно-кредитной политики центральные банки ведущих развитых стран либо ввели в действие меры «количественного смягчения», либо там, где они уже применялись (например, Европейским центральным банком), ввели новые программы либо расширили уже действующие. Особо следует подчеркнуть, что в США Федеральная резервная система фактически стала оказывать поддержку широкому кругу экономических агентов (финансовому сектору, нефинансовым предприятиям, домашним хозяйствам, общественному сектору), а не только финансовому сектору, как это традиционно было ранее. В результате баланс Федеральной резервной системы вырос с 4,1 трлн долл. на начало 2020 г. до почти 9 трлн долл. на конец февраля 2022 г. Кроме того, вводились различные регуляторные послабления для поддержания кредитной активности, были активизированы линии валютного свопа для поддержки международной ликвидности.

Можно ли сказать, что подобные экстраординарные меры поддержки оказались эффективными?

М.Ю. Головин. Безусловно эффективность у подобных мер была. Они позволили ускорить выход из глобального экономического кризиса. Кроме того, они предотвратили возникновение финансового кризиса. Вспомним, что весной 2020 г. произошло резкое падение цен на мировых товарных и финансовых рынках. Например, с середины февраля по середину марта 2020 г. фондовый индекс S&P 500 упал почти на 32%. Стимулирующие меры экономической политики, прежде всего денежно-кредитной, позволили восстановить динамику мировых товарных и финансовых рынков. Как следствие, то же значение индекса S&P 500 на конец 2021 г. превышало значение на конец 2019 г. на 47%.

Однако следует отметить, что у подобной политики есть и серьезные отрицательные внешние эффекты, одни из которых носят краткосрочный и среднесрочный характер, а другие – долгосрочный.

Начну с первых. Уже стал ощущаться первый негативный эффект от сверхстимулирующей политики – рост глобальной инфляции. После длительного периода снижения темпов инфляции по всему миру, начавшегося в конце 1990-х гг., вновь наблюдается увеличение темпов инфляции. В IV квартале 2021 г., по данным ОЭСР, темпы инфляции в США в годовом выражении составляли 6,7%, в Германии – 5%, в Великобритании – 4,4%. В основном общий рост цен вызывался ростом цен на энергетические товары и продовольствие. Так, прирост цен на энергию в IV квартале 2021 г. составил в США 30,8%, в Германии – 19,7%, в Великобритании – 24,2%.

При этом с существенно большим ускорением инфляции сталкиваются страны с формирующимися рынками и развивающиеся страны (за исключением стран Восточной и Юго-Восточной Азии). Так, по оценкам МВФ от января этого года, темпы инфляции в странах с формирующимися рынками и развивающихся странах в 2021 г. увеличились до 5,7% с 5,1% в 2020 г., а в 2022 г. прогнозируются на уровне 5,9%. При этом наиболее пострадавшими от инфляции регионами, по всей видимости, будут Ближний Восток, Центральная Азия и страны Африки южнее Сахары. В них уже в 2021 г., по предварительным оценкам, имели место двузначные темпы инфляции.

Следующий внешний эффект носит пока гипотетический характер, но в перспективе может произойти надувание очередного финансового «пузыря». Наиболее вероятным сегментом в бли-

жайшей перспективе может стать фондовый рынок США. В 2020 г. капитализация фондового рынка в США достигла рекордного показателя по отношению к ВВП, близкого к 195%. Правда, в начале 2022 г. на нем произошло снижение котировок в силу действия геополитических факторов.

Другое направление воздействия на финансовые рынки носит несколько более отложенный, но и более глубокий характер. Речь идет о наращивании долговой нагрузки в мировой экономике. По данным Moody's, в 2020 г. отношение глобального долга к ВВП выросло по всем основным секторам экономики, но больше всего по линии государственного сектора – с 88 до 105%. Вторым по значимости является показатель задолженности нефинансовых корпораций, который вырос с 93 до 102% мирового ВВП. Рост государственного долга был прямым следствием наращивания государственных расходов в экономике, которое продолжилось во многих ведущих развитых странах и в 2021 г. Косвенное воздействие на увеличение долговой нагрузки оказывала и денежно-кредитная политика. В условиях нулевых процентных ставок центральных банков общий уровень процентных ставок в экономиках снижался, что снижало и издержки заимствования для всех категорий экономических агентов.

Если стимулирование экономики мерами денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики привело к подобным рискам, следует ли ожидать в ближайшее время ужесточения экономической политики в развитых странах?

М.Ю. Головнин. Похоже, что, по крайней мере в области экономической политики, произошла смена некоторого консенсуса, подразумевавшего минимизацию государственного участия в экономике и необходимость проведения сбалансированной бюджетно-налоговой политики и нацеленной на борьбу с инфляцией денежно-кредитной политики. И эта смена произошла не в 2020 г. Уже во время предыдущего мирового экономического и финансового кризиса развитые страны, хотя и в меньшем объеме, чем в 2020 г., начали проводить схожую экономическую политику. Фактически от политики, основанной на правилах, произошел переход к дискреционной экономической политике. Возросли масштабы участия государства в экономике, главным образом через перераспределение финансовых ресурсов. Были нарушены и другие, действовавшие ранее правила, например, независимости

бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики. Широкое применение программ покупки активов центральными банками, которые подразумевали главным образом приобретение государственных ценных бумаг, существенно усилило взаимосвязь двух направлений экономической политики.

Произойдет ли отказ от этих принципов в ближайшее время? На мой взгляд, маловероятно. Более того, активизация обсуждения долгосрочных экономических проблем (связанных с изменением климата, демографических и т. д.) потребует как минимум поддержания государственных расходов на высоком уровне. Более вероятно постепенное сворачивание программ количественного смягчения в области денежно-кредитной политики и дальнейшее постепенное повышение процентных ставок центральными банками. Однако это приведет к углублению проблем в бюджетно-налоговой сфере развитых стран и – особенно – проблем с государственным долгом. Таким образом, простого выхода из сложившейся ситуации не видно.

Кроме того, окончание политики количественного смягчения может стать серьезным риском для экономик стран с формирующимися рынками. Пример этого мы уже видели в 2013 г. – начале 2014 г., когда ФРС завершила предыдущий этап политики количественного смягчения и произошел отток капитала из стран с формирующимися рынками, а вслед за этим – падение курсов их валют. Кроме того, между странами с формирующимися рынками могут возникать эффекты «заражения», как показал опыт кризисов 1990-х и 2000-х гг.

Вы уже перечислили риски, с которыми может столкнуться современная мировая финансовая система в результате проводимой сейчас денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, а есть ли другие риски?

М.Ю. Головин. Следует заметить, что отмеченные мной риски образования финансовых «пузырей» и нарастания долговой нагрузки возникли не в 2020–2021 гг. Они появились раньше. Капитализация фондового рынка США росла ускоренными темпами с предыдущего глобального экономического кризиса 2007–2009 гг. до 2018 г., когда появились первые признаки «сдувания» этого «пузыря». Также шло наращивание государственного долга, который к 2018 г. достиг, по оценкам Всемирного банка, рекордной отметки в 230% ВВП, главным образом за счет

роста частного долга в странах с формирующимися рынками и развивающихся странах. Хотя, разумеется, эти риски усилились после 2020 г.

Здесь нужно оговориться, что появление рисков именно на рынках ценных бумаг (акций и облигаций) не случайно. Именно эти сегменты мировой финансовой системы были в меньшей степени затронуты процессами реформирования после кризиса 2007–2009 гг. Тем самым сформировался своеобразный межсекторальный регуляторный арбитраж. И не случайно мировые рынки ценных бумаг в период с 2010 по 2020 г. развивались более динамично, чем международные банковские операции.

Между тем, риски накапливаются и в банковском секторе. Безусловно расширение кредитных программ как реакция на кризис 2020 г. породило увеличение объема плохих долгов, которые пока сложно отследить из-за сохранения регуляторных послаблений. Но в перспективе эти долги также могут стать проблемой для мировой финансовой системы.

Наконец, риски более длительного характера, которые напрямую не связаны с кризисом 2020 г. Я бы выделил два основных вида подобных рисков: это риски от развития цифровых технологий и связанные с климатическими изменениями.

Развитие цифровых технологий привело к бурному распространению бигтеха – отрасли, составляющей конкуренцию традиционным финансовым посредникам. Здесь также сказываются проблемы межсекторального регуляторного арбитража, поскольку в силу «молодого» возраста этой отрасли, в ней еще соответствующим образом не регулируются риски.

Борьба с климатическими изменениями привела к появлению и развитию сегмента «зеленых финансов», распространению ESG стандартов (экологического, социального и корпоративного управления). Однако ставящиеся в последнее время амбициозные цели (например, достижения «углеродной нейтральности» к определенному году) требуют мобилизации огромных ресурсов и, прежде всего, не на национальном, а на международном уровне. Существующая система многосторонних банков развития вряд ли сможет справиться с решением этой задачи. Отсюда возникает постановка проблемы о перераспределении средств между секторами экономики посредством введения тех или иных налогов, дестимулирующих экологически вредные производства.

Вы затронули проблему цифровых технологий, но не упомянули о цифровых валютах, которые приобретают все большую популярность, например, о криптовалютах. Каковы их перспективы, на Ваш взгляд?

М.Ю. Головин. Для меня проблема цифровых валют (из ныне существующих это прежде всего валюты, эмитируемые частными организациями – криптовалюты и стейблкоины) является пограничной между проблематикой мировой финансовой системы и мировой валютной системы. Все зависит от того, как их определять: являются они деньгами или нет? Я бы использовал следующую формулировку: частные цифровые валюты частично выполняют отдельные функции денег. Но в то же время они обладают всеми признаками активов, только не финансовых, а цифровых. Соответственно, мы оказываемся на некоторой пограничной территории.

Если говорить о мировой валютной системе, а основные риски, как правило, выделяются именно в этом сегменте, поскольку существуют опасения вытеснения частными цифровыми валютами отдельных (и даже ведущих) мировых валют с их позиций в этой системе, то тут в ближайшей перспективе эти опасения представляются мне слабо оправданными. Общая масса обращающихся криптовалют действительно выросла, если выражать ее в долларах США, из-за роста курса биткойна и других криптовалют к доллару, главным образом осенью 2020 г. и в начале 2021 г. После этого волатильность курса биткойна возросла, хотя по сравнению с периодом до 2020 г. он остается на высоком уровне.

Основная проблема, связанная с обращением криптовалют, заключается в отсутствии их официального признания широким кругом стран. Причина этого очевидна, она связана с нежеланием утраты автономии в денежно-кредитной сфере. Хотя де факто процесс конкуренции государственных и частных валют запущен. Ответом центральных банков становятся заявления и практические шаги по созданию собственных цифровых валют. Таким образом, в среднесрочной перспективе в мировой валютной системе вполне может сложиться ситуация конкуренции между эмитируемыми государствами и частными организациями цифровыми валютами. Между тем, в краткосрочной перспективе весьма вероятно «сдувание пузыря», образовавшегося на рынке криптоактивов.

Уже было названо большое количество рисков в мировой валютно-финансовой системе? Есть ли какие-то механизмы их минимизации?

М.Ю. Головин. На мой взгляд, необходимо вернуться к процессу реформирования мировой финансовой системы. Сейчас он по сути был приостановлен, во многом из-за кризиса, связанного с распространением пандемии COVID-19. Ведь этот кризис возник не в финансовой сфере, скорее, наоборот, он потребовал смягчения многих финансовых ограничений.

Теперь же важно поднять вопрос о межсекторальном регуляторном арбитраже, то есть включить в процессы реформирования и мировые рынки ценных бумаг, а в новых технологических условиях – и сегмент, связанный с распространением в финансовую сферу цифровых технологий.

Для стран с формирующимися рынками в очередной раз важную роль будут играть изменения в международном движении капитала. Поэтому, как мне представляется, в их интересах вынести в повестку дня реформирования мировой валютно-финансовой системы проблему регулирования международных потоков капитала на глобальном уровне. Не исключаю, что этот вопрос может быть совмещен и с некоторыми другими глобальными повестками, например, климатической.

Во время глобального кризиса 2020 г. мы вновь наблюдали значительные внешние эффекты от экономической политики ведущих развитых стран и, как я постарался показать, эти эффекты не всегда носят положительный характер. В частности, серьезным риском могут стать последствия отмены политики количественного смягчения и последующего повышения процентных ставок. Поэтому важно было бы создать международный форум, посвященный обсуждению упомянутых мной внешних эффектов, с тем, чтобы они принимались во внимание на национальном уровне.

К сожалению, существенного прогресса в части влияния стран с формирующимися рынками на повестку дня реформирования мировой финансовой системы мы не наблюдаем, несмотря на появление площадки, где оно возможно. Я имею в виду Группу 20 (G20). Это связано в том числе и с сохранением ведущих позиций развитыми странами в ключевых международных финансовых институтах (Международном валютном фонде и Группе Мирового банка), реформа которых по-прежнему не завершена. Усиление веса стран с формирующимися рынками в этих институтах и возможность формировать собственную по-

вестку, как мне представляется, могут стать еще одним важным шагом на пути к более сбалансированной мировой валютно-финансовой системе.

Михаил Юрьевич, благодарю Вас за изложение Вашей позиции, такое откровенное интервью и надеюсь на дальнейшее сотрудничество.

М.Ю. Головин. Большое спасибо Вам за приглашение на страницы Вашего журнала.

*Интервью провела
д-р экон. наук Е.В. Зенкина*