

УДК 330.342.22

МОДЕЛИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ В УСЛОВИЯХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

Александров А.В., – аспирант
Кубанский государственный университет

На основе обобщения мирового опыта инвестиционной деятельности установлены факторы, определяющие стабильность экономической ситуации в стране и влияющие на экономический выбор инвесторов, показан механизм влияния макроэкономической нестабильности на инвестиционную активность.

On grounds of the World's experience in Investing were stated the factors that define stability of economic situation in the country and affect economic choice of investors; was shown the mechanism of affecting the Investment activity by macro economical instability.

Ключевые слова: МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ, МОДЕЛЬ

При всей важности инициативных действий предпринимательских структур на рынке инвестиционных ресурсов достижение поставленных ими целей и задач во многом будет определяться состоянием самого этого рынка. В свою очередь, как показывает мировой опыт, размеры и конъюнктура рынка инвестиций находится в непосредственной зависимости от макроэкономической ситуации в стране, которой этот рынок принадлежит. К числу макроэкономических факторов при этом относят достигнутый уровень и стабильность социально-экономического развития в стране, перспективы ее дальнейшего роста, государственную экономическую политику и другие факторы, которые существенным образом влияют как на доходность инвестиционной деятельности, так и на ее риски. При этом очевидно, что выбор инвесторов оказывается в пользу стран с хорошими перспективами роста и относительно стабильной и предсказуемой макроэкономической ситуацией.

Российская национальная экономическая система отвечает этим требованиям только частично. Действительно, уже длительный период времени она находится в состоянии глубокой трансформации. За это время в результате реформы собственности подавляющую часть национального

продукта стали производить частные предприятия, выросла торговая и финансовая открытость страны, наблюдается рост валового внутреннего продукта, инвестиций, реальных доходов населения. Постепенно снижается уровень инфляции.

Но можно ли утверждать на фоне всех этих положительных сдвигов, что в стране появился стабильный внутренний источник роста, заработали механизмы рыночной конкуренции, а развитие стало устойчивым и предсказуемым? Очевидно, нет. Сохраняется сложившаяся еще в дореформенный период зависимость экономики страны от конъюнктуры мирового рынка энергоносителей, преимущественно сырьевая структура экспорта, неконкурентоспособность и техническая отсталость большинства отраслей обрабатывающей промышленности. Перспективы развития остаются во многом неопределенными, что подтверждается сохранением устойчивых расхождений между прогнозными оценками, используемыми органами государственного управления и хозяйствующими субъектами и фактическими изменениями в национальном хозяйстве России. Согласно результатам конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода, точность прогнозов стабильно находится на уровне 53%.

Ошибочность ожиданий во многом объясняется тем, что при формировании прогнозов обычно используется инерционный, основанный на оценке предшествующих тенденций подход, что в нестабильных условиях переходной экономики может иметь место лишь в отношении коротких интервалов времени. Попытки использовать его в рамках более длительной перспективы приводят к существенным ошибкам (неслучайно, согласно опросам того же Института экономики переходного периода, наибольшая точность реализации прогнозов приходится на месяц, непосредственно следующий за периодом формирования ожиданий).

Неопределенность и непредсказуемость ситуации крайне негативно сказывается на экономической активности вообще и инвестиционной активно-

сти в частности. Согласно опросам руководителей промышленных предприятий, регулярно проводимым Центром экономической конъюнктуры при Правительстве РФ (ЦЭК), более трети компаний реального сектора вынуждено ограничивать рост производства по причине неопределенности хозяйственной обстановки.

В значительной мере подобная ситуация обусловлена структурой факторов экономического роста в нашей стране. Статистические расчеты свидетельствуют, что на протяжении последних лет основное увеличение выпуска в российской промышленности было связано с экспортом. При этом готовая продукция формирует лишь 7–8% отечественного экспорта, а доля сырьевых и топливных отраслей – устойчиво увеличивается. Именно за счет доходов отраслей-экспортеров осуществляется большая часть инвестирования в промышленность. Достаточно показательна ситуация в основной экспортирующей отрасли России – нефтедобыче. В отдельные годы объемы капиталовложений здесь возрастали в 2,5–3 раза. Для сравнения: в целом по промышленности в лучшие годы инвестиции увеличивались на 17,4%.

Однако экспорт сырья и энергоносителей характеризует крайняя нестабильность. Коэффициент вариации мировой цены на сырую нефть в последние 10 лет составлял в среднем 20,7%, на природный газ – 34,2, никель – 22,4, алюминий – 8,9%. Соответствующие колебания темпов роста экспорта по месяцам зафиксированы в пределах от 71,4% до 116,3% при среднемесечном изменении в 103,6% [1]. Подобная непредсказуемость не могла не отразиться на экономической динамике и возможностях ее прогнозирования.

Наряду с предприятиями промышленности «заложником» внешнеэкономической конъюнктуры в России является государство. Состояние российского бюджета напрямую зависит от динамики экспорта: большая часть его доходов формируется за счет экспортных пошлин и налогов на добывающие компании. Следствием такого состояния является следование политики государственных доходов и расходов за изменениями экспортной конъюнктуры.

Причем в условиях ухудшения последней фискальная система только усиливает негативные колебания хозяйственной динамики. Сокращающиеся доходы бюджета обуславливают снижение уровня государственных расходов и инвестирования, что, в свою очередь, вызывает мультипликативный эффект падения валового продукта.

Любые административные попытки противодействия этой ситуации оборачиваются чрезвычайными издержками. Достаточно вспомнить кризисные события 1998 г. Неспособность государства обслуживать свои обязательства на фоне спада мировых цен на нефть обернулась глубокой девальвацией национальной валюты и значительным сокращением выпуска продукции, для восстановления которого потребовался значительный период.

Колебания конъюнктуры экспорта влияют не только на фискальную сферу, но и на состояние денежной системы. Как свидетельствуют статистические расчеты, теснота связи размера золотовалютных резервов России, например, с мировой ценой на сырую нефть составляет 0,783. Высокие показатели зависимости от динамики внешней торговли демонстрируют денежная масса и кредитование экономики. Корреляция сальдо платежного баланса с удельным весом внутреннего кредитования в ВВП равна 0,530 [1].

Существенными факторами колебаний в монетарной сфере являются также межстрановые потоки капитала и мировые процентные ставки, под действием которых происходит усиление колебаний выпуска продукции. Как показывает статистика, доля предприятий промышленности, испытывающих ограничение выпуска из-за недостатка финансовых ресурсов, напрямую связана с оттоком или притоком капитала в Россию. Чем выше сальдо финансового счета, тем меньше финансовых ограничений развития промышленного производства, тем устойчивее динамика капиталовложений и выпуска в промышленности.

Таким образом, колебания экономической активности в нашей стране, низкий уровень предсказуемости ее развития связаны с доминирующим влия-

нием внешних факторов промышленного роста – динамикой экспорта, мировой конъюнктурой на сырьевых и топливных рынках, а также мировыми процентными ставками и межгосударственным движением капитала.

Перечисленные факторы формально могут быть описаны в терминах уже существующих в западной науке теорий хозяйственного цикла, основными из которых являются монетарные (связывающие хозяйственные колебания с изменениями денежного спроса на товары) и технологические (акцентирующие внимание на нововведениях, вызывающих активизацию инвестирования и пр.). Все эти теории признают неизбежность хозяйственных колебаний, рассматривая их в качестве «побочного» продукта динамических процессов, протекающих в экономике в условиях неопределенности.

Сторонники технологической концепции цикличности указывают, что экономическая нестабильность является следствием появления «новых товаров, новых методов производства и транспортировки, новых рынков сбыта, новых форм организации управления, которые создаются капиталистическим предприятием» [2]. В этих условиях колебания хозяйственной динамики, в том числе негативные, «являются не просто злом, которое мы должны стремиться подавить, а приспособлением к качественному изменению» [2].

Принятие такой позиции при описании колебаний в переходной экономике вообще и российской в частности подразумевает существование схожего с развитыми рыночными хозяйствами институционального фона, т.е. мы должны признать существование в нашей стране аналогичных условий хозяйствования, поведения инвесторов и предпринимателей, функционирования денежно-кредитной системы и пр. Однако такая предпосылка мало соответствует действительности. Особенности социально-экономического развития в России привели к формированию специфических неформальных ограничений хозяйственной жизни и способов применения на практике установленных правовых норм.

Если бы институциональная среда в нашей стране была относительно стабильной, средством решения проблемы могла бы стать коррекция выводов, вытекающих из теорий цикла, за счет применения стандартного аналитического аппарата современной неинституциональной теории. Это позволило бы учесть особенности переходного процесса в России, оценить его влияние на издержки и стимулы хозяйствующих субъектов и на этой основе сформировать концепцию нестабильности в переходной экономике. Однако использование подобной схемы анализа применительно к отечественной ситуации представляется малоэффективным по причине значительной динамики институциональных изменений. Непрерывный процесс реформирования национального хозяйства, сопровождаемый изменением правовых условий породил в нашей стране особый нестабильный институциональный фон, предсказать перспективы развития которого практически невозможно. Отсюда – еще одна причина низкого уровня предсказуемости развития российской экономики – значительная амплитуда колебаний хозяйственной активности в результате непредсказуемых изменений институциональной среды.

Выделенные нами группы факторов нестабильности показывают, что переходные экономики вообще и российская в частности в большей степени тяготеют к закономерностям динамики экономической конъюнктуры развивающихся стран. Например, согласно результатам исследований, проведенных С. Кимом, М. Козе и М. Пламмером, колебания ВВП в обеих группах стран на 35% выше, чем в развитых рыночных хозяйствах и зависят преимущественно от внешнеэкономических факторов. Причем наиболее нестабильным показателем в рассматриваемых экономиках являются инвестиции. Коэффициент их вариации более чем в два раза превосходит показатель, характерный для группы семи наиболее развитых стран мира [3].

Не менее важной особенностью выделенных стран является также следование фискальных доходов и расходов за колебаниями валового выпуска. В

отличие от развитых экономик, где государственный бюджет играет стабилизирующую роль, органы управления развивающихся государств (как и в российском случае) оказываются беспомощными в предотвращении и погашении колебаний хозяйственной активности.

Результаты исследования хозяйственной динамики 92 государств мира за 15 лет позволили установить, что для стран с повышенной амплитудой колебаний выпуска характерны и более низкие темпы экономического роста [4]. Отмечается также негативное влияние на общую динамику развития национального хозяйства колебаний государственных расходов. Кроме того, в данном исследовании делается, казалось бы, парадоксальный вывод о малой взаимосвязи хозяйственных колебаний и инвестиционного процесса. На самом деле этот вывод обусловлен использованием общих статистических данных о частных и государственных инвестициях.

Если же взять только частные инвестиции, парадокс исчезает. Связь между ними и колебаниями экономики оказывается статистически значимой и отрицательной. Объяснение этому обстоятельству, по нашему мнению следует искать в природе мотивов частных и общественных капиталовложений.

Причиной инвестиций со стороны государства может стать желание находящихся у власти политических групп расширить получаемую ренту вопреки текущему состоянию доходов государства. Но такой мотив нехарактерен для частного бизнеса, для которого любое усиление колебаний хозяйственной динамики означает повышение неопределенности будущих доходов и соответственно неоднозначность перспектив окупаемости инвестиций.

Высказанная гипотеза о том, что высокая амплитуда колебаний хозяйственной активности в развивающихся странах и странах с переходной экономикой в значительной степени обусловлена внешними факторами, подтверждается статистическими данными. Так, согласно исследованиям инвестиционного банка CS First Boston, не менее 45% ВВП формируется в этих странах за счет экспорта против 25% в развитых экономиках. Для России этот

показатель составляет 21,5%. При этом в ряде государств анализируемой группы сумма стоимости объемов экспорта и импорта либо совпадает, либо даже превышает размер ВВП [3]. Это означает, что они попадают в зависимость от изменений мировой конъюнктуры.

По данным Мирового банка, замедление темпов экономического роста в развитых странах и доминирование негативных ожиданий в отношении прироста валового продукта обуславливает падение мирового спроса на продукцию развивающихся стран и стран с переходной экономикой в среднем на 10% [5]. Причина здесь кроется в минимальном уровне диверсификации экспорта, доминировании в его составе сырья, топлива, продуктов первичной переработки. Например, в России в 2006 г. доля первичных товаров в экспорте превысила 50%, а уровень концентрации экспорта по показателю Джини-Хиршмана составил более 60%. Для сравнения: страны «большой семерки» экспортируют преимущественно сложную готовую продукцию, имея уровень концентрации внешних товарных поставок в среднем 9,6%.

В результате почти половина колебаний выпуска и 87% изменений валовых инвестиций в развивающихся странах и странах с переходной экономикой обуславливают «шоки» и «взлеты» мировой торговли преобладающими в структуре экспорта товарами. Причем, уменьшения мировых цен на сырье на 10% достаточно, чтобы вызвать в этих странах экономический спад в размере 6% в год [3].

Нельзя не отметить еще одно обстоятельство. Низкая диверсификация экспорта и доминирование в его структуре сырья и топлива резко снижают зависимость условий внешней торговли от ценовой ситуации внутри страны. Если в развитых экономиках внутренняя динамика цен обуславливает 58% изменений условий внешней торговли, то в развивающихся и переходных экономиках ее роль ограничивается 48%, а для стран-экспортеров топлива составляет 23%.

Согласно результатам анализа факторов экономического роста, проведенного Э. Мендозой, изменения в условиях внешней торговли объясняют более 50% колебаний ВВП развивающихся государств [6]. Оценки регрессии экономического роста, полученные им на основе анализа межстрановых данных, свидетельствуют, что улучшение условий торговли на одно стандартное отклонение вызывает прирост реального ВВП на душу населения в размере 0,4 процентного пункта. Одновременно было установлено существенное негативное влияние ухудшения условий торговли на инвестиции, доходы, частное и государственное потребление.

Высокая зависимость от экспорта ограниченного количества товаров оказывается благоприятной основой для появления еще одного источника хозяйственной нестабильности – колебаний финансовой системы. С одной стороны, при ухудшении мировой конъюнктуры, сопровождаемом снижением объема экспорта и валового выпуска, в развивающихся странах происходит уменьшение инвестиционных вложений в экономику со стороны национальных финансовых институтов, которые предпочитают направлять ресурсы в иностранные активы. С другой стороны, не обеспечивается необходимый приток капитала зарубежных инвесторов, которые не хотят рисковать своими капиталами. Благодаря этим двум обстоятельствам колебания экспорта и выпуска в развивающихся экономиках еще больше усиливаются, сопровождаясь потерей устойчивости.

Данный вывод статистически подтверждают результаты, полученные Р. Кабаллеро и М. Хэммуrom [7]. Сравнив полные экономические издержки спадов производства в развивающихся странах и США, эти авторы пришли к выводу, что если в США экономические издержки рецессии в среднем оцениваются на уровне 30% ВВП, то для развивающихся стран и стран с переходной экономикой такой уровень является лишь минимальной границей потерь национального хозяйства. Выводы авторов коррект-

ны и для условий России, в которой потери ВВП в период трансформационного кризиса составили около 70% ВВП.

Особенно высокой «цена» нестабильности внешней конъюнктуры оказывается в случае «внезапной остановки» капитала («Sudden Stop»), которая представляет собой либо резкий прилив частного финансового капитала в страну, либо возникновение значительных его оттоков, сопровождаемых существенным дефицитом счета текущих операций платежного баланса. Как показали исследования изменений направленности потоков капитала, проведенные Г. Кальво и К. Рейнхартом [8], в 7 случаях из 15 под действием оттока или притока капитала в развивающихся странах колебания экономики превышали 10% ВВП. Причем в странах, где в качестве ответной реакции на «внезапную остановку» капитала возникал банковский кризис, падение производства составило в среднем 13,3%, а в тех экономиках, в которых происходил валютный кризис, спад оказался равным 12,3%.

Характерной особенностью современных тенденций движения капитала стали значительные колебания ценовых показателей на финансовых рынках нестабильных экономик. Например, стоимость акций в Юго-Восточной Азии во время кризиса конца 1990-х гг. сократилась до 70% (Южная Корея), а недельные колебания рынка акций этого региона за время кризиса удвоились.

Свою роль в отмеченном изменении динамики финансовых показателей сыграли и изменения мировой процентной ставки и колебания спредов (отклонений) ставок привлечения финансовых ресурсов развивающимися и переходными экономиками по отношению к стоимости заимствований развитыми странами. Как свидетельствует опыт, в период повышенных колебаний экономической активности в мире и роста мировых процентных ставок, развивающиеся и переходные экономики сталкиваются со значительным сужением внешнего финансирования.

Иными словами, если в мире царит неуверенность, никто не пойдет на рискованные вложения. Инвесторы пытаются понять, в какой степени ска-

жется замедление экономического роста в США на мировой экономике, и их сомнения отразятся на финансовых рынках других стран. Главной характеристикой этих процессов становится увеличение «премии» за риски вложений капитала в развивающиеся рынки. По данным Р. Кабаллеро [7], такая тенденция оборачивается существенным повышением внутренних процентных ставок в этих экономиках, а также их значительными колебаниями. Особенно это заметно в моменты кризисов, когда величины процентных ставок и неопределенность их динамики оказываются существенно выше, чем у компаний развитых стран со схожим уровнем рейтинга (риска), что тут же сказывается на состоянии рынков инвестиций.

Рост внешнего спрэда приводит не только к общему увеличению процентных ставок внутри развивающихся стран и стран с переходной экономикой, но и обуславливает дополнительный эффект возрастания внутреннего спрэда кредитования, способствуя снижению доступности заемных ресурсов для хозяйствующих субъектов. В условиях снижения мировых процентных ставок доступ этих стран на рынки капитала, напротив, существенно облегчается, сопровождаясь существенным снижением спрэдов между процентными ставками в развитых и развивающихся странах. В такие периоды даже серьезные финансовые институты покупают на триллионы долларов долгосрочных облигаций стран, которые в других условиях рассматривались бы ими как области экономической разрухи. Более того, они покупают их с минимальной маржей по отношению к доходности казначейских обязательств США.

Наряду с внешними факторами, влияющими на динамику экономической активности, нельзя не отметить и наиболее существенные внутренние факторы. Многие зарубежные авторы в качестве основных внутренних факторов колебаний экономической конъюнктуры выделяют «шоки предложения», государственные расходы, инфляцию. Опираясь на российский опыт, можем предположить, что показатели, выбранные этими авторами в качестве ха-

рактических характеристик внутренней ситуации (производство, бюджетные расходы, валютный курс, динамика потребительских цен), сами зависят от внешних факторов и характеризуются тесной взаимной связью с ними.

Нам представляются более убедительными выводы исследований, в которых показатели внешнеэкономической динамики включаются в уравнения регрессии, описывающие экономический рост, вместе с базовыми внутренними технологическими факторами, не подверженными влиянию внешних обстоятельств (например, уровнем образования, общим состоянием человеческого и физического капитала, технологическим прогрессом). В этом случае можно сделать вывод либо о доминировании внешних факторов роста, либо о сопоставимости их роли с внутренними технологическими характеристиками развития.

Таким образом, национальные хозяйства развивающихся стран и стран с переходной экономикой подвержены значительным колебаниям экономической конъюнктуры, которые обусловлены, в свою очередь, зависимостью этих стран от внешних условий развития и специфическим институциональным фоном. Преобладание в структуре факторов экономической конъюнктуры внешнеэкономической составляющей затрудняет прогнозирование развития экономики, снижает возможности стабильной производственной и инвестиционной деятельности для национальных субъектов хозяйствования.

Объем представленных на рынке инвестиционных ресурсов, их качественные характеристики следуют за колебаниями экономической конъюнктуры как внутри страны, так и в мировом хозяйстве в целом. Одновременно потенциальная оценка предприятий как объектов инвестиционного спроса отражает риски макроэкономической нестабильности.

Литература

1. Сергеев С. Р. Особенности динамики развивающихся рынков. М., 2002. С. 7.
2. Schumpeter J.A. Capitalism, Socialism and Democracy. New York. 1976. P. 84.
3. Kim S., Kose M., Plummer M. Dynamics of Business Cycles: Differences and Similarities. Brandeis University Working Paper Series. 1999. P. 1–41.
4. Ramey G., Ramey V.A. Cross-country Evidence on the Link Between Volatility and Growth. NBER Working Paper. 1999. N 4959. P. 1–26.
5. Минаев С. Мировой банк требует от Запада жертв //Коммерсантъ-Дейли. 2001.№204. С. 2.
6. Mendoza E. The Terms of Trade, the Real Exchange Rate and Economic Fluctuations. International Economic Review. 1995. February. Vol. 36. P. 101–137.
7. Caballero R.J., Hammour M. The Cost of Recessions Revised: A Reverse Liquidations View. MIT Working Paper Series. 1998.
8. Calvo G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options. Center for International University of Maryland. 1999. Economics.