

Прибыль, пузыри и долги

Современная мировая экономика – это калейдоскоп стремительно меняющихся картин и настроений. Ситуация с тарифной войной Дональда Трампа, кажется, стабилизировалась, но противостояния и перемирия между США и Китаем стали нормой. В Европе поиск новых торговых соглашений переплетается с началом масштабного перевооружения. Ожидания, вызванные “эпохальными” технологическими инновациями, такими как искусственный интеллект, привлекают сотни миллиардов долларов инвестиций и с той же страстью подпитывают страх перед новым пузырьм, который может лопнуть и обратить эти капиталы в прах. США, играя мускулами, лишь обнажают свою дряхлость своими нелепыми и гротескными движениями – в парализующих страну шатдаунах и падении доллара, тогда как золото достигает немыслимых высот.

Оптимизм и пессимизм чередуются на фоне баснословных прибылей и огромных долговых обязательств, провоцирующих неожиданные обвалы. И всё это происходит в ускоряющиеся и жестокие времена кризиса порядка. В редакционной статье *Financial Times* мировая экономика названа «калейдоскопической» и рекомендован «скептический» подход: воспринимать рынки «такими, какие они есть на самом деле: устойчивыми, удачливыми и хрупкими одновременно».

Яды и противоядия

Апрельские отчёты МВФ, опубликованные через десять дней после «Дня освобождения» Трампа, когда были введены двузначные тарифы против всех стран, были полны разочарования и неопределённости. В октябрьских отчётах умеренный оптимизм в отношении нынешнего цикла (*“World Economic Outlook”, WEO*) сочетается с опасениями по поводу «зыбучих песков под спокойной поверхностью» (*“Global Financial Stability Report”, GFSR*). Темпы роста мировой торговли в 2025 году вырастут с 1,7 % (апрельская оценка) до 3,6 %. Рост ВВП, опустившийся ниже 3 % в апреле, восстановится до 3,2 %, но останется ниже среднего допандемического уровня в 3,7 %. Самая большая коррекция произойдёт в Китае (с 4,0 до 4,8 %), который достигнет темпов роста, более чем вдвое превышающих темпы США (2,0 %) и в четыре раза превышающих темпы еврозоны (1,2 %). Военная экономика России, вероятно, уже выдохлась, опустившись до 0,6 % после 4,3 % в 2024 году. МВФ объясняет, почему американские пошлины оказались менее катастрофическими, чем ожидалось. Было предусмотрено несколько исключений; большинство стран стерпели протекционизм США, оставив его без ответных мер; система в целом осталась открытой; гибкий частный сектор заранее создал крупные импортные запасы и перестроил цепочки поставок; импортёры поглотили часть пошлин, чтобы отсрочить их влияние на потребителей; ослабление доллара облегчило долговое бремя развивающихся стран; масштабные инвестиции в технологии поддержали спрос и фондовые рынки; Германия провела решительную фискальную экспансию. Тем не менее, базовая инфляция в США ухудшилась, а рынок труда оказался в затруднительном положении, в том числе из-за позорной высылки более двух миллионов иммигрантов.

Скрытые риски небанковских организаций

По мнению главного экономиста МВФ Пьера-Оливье Гуринаша, пока преждевременно давать окончательную оценку последствиям введения тарифов, которые проявятся лишь со временем. WEO проводит параллель между скоростью развития тарифного шока и Брекситом: «Опыт Брексита – яркий пример. Уровень неопределённости резко возрос перед референдумом 2016 года. Инвестиции в бизнес продолжали расти сразу после выхода Великобритании из ЕС и начали снижаться лишь в начале 2018 года». Директор-распорядитель МВФ Кристилина Георгиева не исключает возможности того, что «поток товаров, ранее предназначенных для рынка США, может спровоцировать второй раунд повышения тарифов». Но Гуринаш настроен оптимистично, возможно, даже слишком оптимистично: он описывает сценарий, в котором глобальный рост может в краткосрочной перспективе прибавить один процентный пункт к прогнозу благодаря торговым

соглашениям (0,4 п. п.), возврату к прежним тарифам (0,3 п. п.) и повышению глобальной производительности труда, подпитываемой искусственным интеллектом (0,4 п. п.).

Департамент денежно-кредитных систем и рынков капитала традиционно играет в МВФ роль Кассандры. Он должен выявлять риски, таящиеся в сфере развития и финансов. Сейчас департамент выделяет три основных.

Первый – это гипертрофия так называемых небанковских учреждений, таких как страховые компании, инвестиционные фонды, фонды прямых инвестиций, пенсионные фонды, которые также выполняют банковские функции (кредитование, инвестиции, брокерские услуги), но не собирают депозиты и, следовательно, не подпадают под банковское регулирование и надзор.

Сегодня небанковские структуры контролируют половину мировых финансовых активов и половину ежедневного оборота валютного рынка. Они развили – особенно после мирового финансового кризиса – тесные взаимосвязи с банковской системой, поэтому негативные изменения в их деятельности сказываются на банках. МВФ предупреждает, что американские и европейские кредитные организации в настоящее время имеют открытые позиции перед небанковскими организациями на сумму 4,5 трлн долл., а значительное число банков имеет открытые позиции перед небанковскими посредниками, превышающие их капитал первого уровня.

Пузыри и долг

Второй серьёзный риск связан с ростом акций технологических компаний на фондовом рынке, на которые в настоящее время приходится 35 % рыночной капитализации 500 крупнейших компаний – доля, сопоставимая с уровнем «пузыря доткомов», того самого интернет-пузыря, раздувшегося в 1990-е годы и лопнувшего в 2000 году. МВФ отмечает, что сегодняшние фондовые рынки менее переоценены, чем тогда, и что задействованный капитал – к лучшему или к худшему – гораздо более концентрирован: 33 % от общего объёма принадлежит «великолепной семёрке» высокотехнологичных компаний, каждая из которых имеет рыночную капитализацию в триллионы долларов. Гита Гопинат, бывший главный экономист МВФ, ныне работающая в Гарварде, в статье в *The Economist* подсчитала, что «коррекция рынка», подобная краху доткомов, уничтожит 20 трлн долл. богатства американских домохозяйств, что эквивалентно 70 % ВВП, и сожжёт 15 трлн долл. мирового богатства. Джефф Безос, хозяин Amazon и *Washington Post*, отвергает сравнение со спекулятивными пузырями: нынешний пузырь – это «промышленный пузырь», поддерживаемый масштабными производительными инвестициями в искусственный интеллект.

Третий серьёзный риск связан с фискальными дисбалансами и госдолгом, которым МВФ посвящает отдельный доклад. К 2029 году глобальный долг превысит 100 % ВВП, что станет самым высоким показателем с 1948 года. Среди «развитых» стран лидируют США, которые увеличат соотношение своего долга к ВВП на 21 п. п. в период с 2024 по 2030 год (со 122 до 143 %). На этот раз лозунг «America First» обозначит не политическое, а долговое первенство. Среди «развивающихся» стран лидером станет Китай, чей показатель увеличится на 28 п. п. (с 88 до 116 %, согласно консервативным подсчётам *Fiscal Monitor*). В еврозоне соотношение долга к ВВП вырастет всего на 5 п. п. (с 87 до 92 %), и на этот раз тормозить этот процесс будут как раз те страны, которые пятнадцать лет назад считались расточительными: в то время как Франция увеличит это соотношение на 16 п. п. (с 113 до 129 %), а Германия – на 10 п. п. (с 64 до 74 %), Италия – всего на 2 п. п. (со 135 до 137 %); Греция сократит долг на 25 п. п. (со 155 до 130 %), Испания – на 9 п. п. (со 102 до 93 %), Португалия – на 18 п. п. (с 95 до 77 %), а Ирландия – на 11 п. п. (с 39 до 28 %). Соотносятся ли эти прогнозы с европейскими планами перевооружения? Кто оплатит этот счёт? Или эти цифры предвещают реализацию программы Марио Драги, которая может снизить соотношение долга к ВВП за счёт ускорения роста знаменателя?

Международный валютный фонд и повестка Драги

В июне 2025 года Георгиева обратилась к Еврогруппе с призывом реализовать рекомендации докладов Драги и Летты, в которых «Европа определила стратегическую повестку дня». «Для Европы, – сказала она, – всё очень просто: либо Европа действует, либо

рискует оказаться в стороне. Относительный спад не произойдёт в одночасье; он будет постепенно нарастать, но это не сделает его менее реальным. Нет времени на промедление». Георгиева констатировала отставание процесса объединения Европы от динамики единого рынка: на каждые 100 евро добавленной стоимости, произведённой в странах ЕС, внутренние границы пересекают товары стоимостью всего 20 евро, в то время как в Соединённых Штатах на каждые 100 долл. добавленной стоимости пересекают границы штатов товары стоимостью 45 долл. Ключевой причиной такого отставания является низкий уровень концентрации: каждый пятый работник в ЕС работает в компании с менее чем 10 сотрудниками, и этот показатель вдвое больше, чем в Соединённых Штатах. В начале октября Георгиева, представляя в Вашингтоне первые тезисы докладов МВФ, вновь подчеркнула необходимость безотлагательных стратегических действий: *«Моей любимой Европе – немного жёсткой любви: хватит риторики о повышении конкурентоспособности, вы знаете, что нужно делать. Пора действовать».* Затем последовали конкретные предложения. Среди наиболее важных – назначение «царя единого рынка», что стало бы признанием неспособности Еврокомиссии эффективно выполнять эту функцию; создание «энергетического союза»; необходимость «догнать динамизм частного сектора США».

Лагард и международный евро

Срочность стратегической повестки для Европы выдвинула Кристин Лагард на передний план. На Международной конференции по монетарной политике, состоявшейся в Банке Финляндии в конце сентября, она заявила, что американские тарифы подчеркнули необходимость повышения роли внутреннего рынка в европейской стратегии, которому до сих пор уделялось меньше внимания по сравнению с мировым рынком. Торговая война вынудила все заинтересованные страны искать новых торговых партнёров и расширять свои внутренние рынки. Устранение внутренних барьеров занимает центральное место и в докладе Драги: в этом контексте европейское перевооружение может стать движущей силой как промышленной политики, так и европейской обороны. Драги также разъясняет свой тезис о «плохом» и «хорошем» долге: речь идёт не только о долге, предназначенном для потребления или инвестиций; *«в некоторых секторах хороший долг больше невозможен на национальном уровне, поскольку инвестиции, осуществляемые изолированно, не могут достичь масштабов, необходимых для оправдания долга, который их финансировал, и для повышения производительности».* Развитие единого рынка, стратегические инвестиции, хороший долг и промышленная политика – всё это грани одной и той же континентальной призм, они дополняют обширные торговые соглашения и евро как международную валюту.

На мероприятии Business France (7 октября, Париж) Лагард выступила с речью, отличившейся редкой пылкостью. Недостаточная глубина европейского рынка капитала является камнем преткновения для европейской стратегии и вызывает «разочарование, которое многие из нас испытывают сегодня». *«Мы – “невинные наблюдатели” политических решений, принимаемых в Вашингтоне, и решений о распределении портфелей, принимаемых по всему миру, на которые мы практически не имеем влияния. Такая позиция неустойчива. Мы не можем оставаться пассивной гаванью, поглощающей потрясения, возникающие в других местах. Мы должны обладать валютой, которая сама определяет свою судьбу. Путь вперёд – укрепление международной роли евро, чтобы перейти от промежуточной валюты к полноценной международной валюте».*

Долг и международная валюта

Управляющий Банка Франции Франсуа Вильруа де Гало разделяет позицию Лагард: *«Это должен быть момент Европы и момент евро. Сейчас или никогда: валюты развивающихся стран нас не ждут».* Однако, по мнению Вильруа, этот процесс необходимо ускорить, развивая «безопасные активы», то есть предлагая долговые обязательства ЕС, которые станут «катализатором международной роли евро». Однако Лагард с этим не согласна. Её возражение ясно: *«Наша финансовая система с трудом направляет наши сбережения даже на производительные инвестиции. Более 11,5 триллионов евро сбережений домохозяйств по-прежнему хранятся в виде депозитов, что эквивалентно трети всех ликвидных активов. В этом контексте приток активов-убежищ вместо того, чтобы стимулировать рост,*

рискует подтолкнуть евро вверх и привести к увеличению издержек для европейских экспортёров». Вильруа считает, что благоприятным моментом нужно воспользоваться немедленно. Но это означает ставить телегу впереди лошади, возражает Лагард. Европейские сбережения и иностранный капитал должны направляться на рынок капитала ЕС, а не на рынок долга, если только речь не идёт об обороне. Более того, необходимы торговые соглашения и соглашения об учёте торговых операций в евро. К другим рычагам ускорения перехода на глобальный евро относятся цифровой евро ЕЦБ, своповые сети ЕЦБ, которые будут гарантировать ликвидность партнёрам в периоды кризиса, и институциональная целостность центрального банка. Здесь очевидна отсылка к осадному положению, в котором оказалась ФРС.

Октябрь 2025 г.