
Э.Р. Ахатова И.С. Букина
Ю.В. Ерохина В.Е. Маневич

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ
И ДЕНЕЖНО-ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА
В РОССИИ В ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

Москва
Институт экономики
2012

ISBN 978-5-9940-0334-3

Ахатова Э.Р., Букина И.С., Ерохина Ю.В., Маневич В.Е. Макроэкономическая ситуация и денежно-финансовая политика в России в посткризисный период. — М.: Институт экономики РАН, 2012. — 68 с.

Авторы доклада стремятся описать основные зависимости, детерминирующие денежно-кредитную и финансовую политику и ее последствия для экономической динамики: зависимость денежного предложения Центрального банка от платежного баланса и дефицита (профицита) федерального бюджета, зависимость кредитной активности банков от денежной и финансовой политики, зависимость взаимного кредитования секторов и накопления капитала от кредитной активности банковской системы. Доклад содержит систему взаимосвязанных аналитических таблиц, позволяющих осуществлять постоянный мониторинг денежно-финансовой политики и ее воздействия на макроэкономические индикаторы. В докладе анализируются важнейшие факторы экономической динамики, ограничивающие возможности влияния денежной и финансовой политики на экономический рост. К числу таких факторов относятся капиталоемкость прироста производства в различных видах деятельности и в экономике в целом, отраслевая структура выпуска, монопольное ценообразование и т.д.

Классификация JEL: E01, E43, E51, E52, E62.

Akhatova E.R., Bukina I.S., Erokhina J.V., Manevitch V.E. The macroeconomic situation and monetary and fiscal policies

The authors seek to describe the basic functions, determining the monetary and financial policies their implications for economic dynamics: dependence of the monetary supply by the Central Bank and the balance of payment, deficit (surplus) of the federal budget, the dependence of credit activity of banks from the monetary and fiscal policies, the dependence of mutual credit sectors and the capital accumulation of the credit activity of the banking system. The report contains a system of interrelated analytical tables, allowing for permanent monitoring of monetary and fiscal policies and its impact on macroeconomic indicators. The report analyzes the major factors of economic dynamics that limit the ability to influence monetary and fiscal policies on economic growth. These factors include the growth in capital intensity of production in various activities in economy as a whole, the branch structure of output, monopoly pricing, etc.

JEL classification: E01, E43, E51, E52, E62.

Ключевые слова: денежная и финансовая политика, денежное предложение, платежный баланс, федеральный бюджет, взаимное кредитование, ставки процента, накопление капитала, чистый экспорт, предельная капиталоемкость выпуска.

Keywords: monetary and fiscal policies, money supply, balance of payments, the federal budget, mutual credit, interest rates, capital accumulation, net exports, the marginal capital-intensive production.

©
Институт экономики РАН,
2012

©
Ахатова Э.Р., Букина И.С.,
Ерохина Ю.В., Маневич В.Е.,
2012

©
Валериус В.Е.,
дизайн,
2007

СОДЕРЖАНИЕ

Глава 1. Задачи работы	4
Глава 2. Теоретические предпосылки анализа	5
Глава 3. Исходная статистическая информация	11
Глава 4. Восстановительные процессы в российской экономике в 2010–2011 гг.....	15
Глава 5. Реальные инвестиции и чистый экспорт.....	17
Глава 6. Платежный баланс и денежное предложение Банка России	23
Глава 7. Профицит (дефицит) федерального бюджета и денежное предложение ЦБ.....	26
Глава 8. Кредитная активность коммерческих банков и взаимное кредитование институциональных секторов российской экономики.....	34
Глава 9. Ставка процента, рентабельность активов и инвестиционный спрос	46
Глава 10. Фактор долговременного роста: капиталоемкость прироста выпуска	50
Глава 11. Мировые цены на нефть и рост российской экономики. . .	55
Выводы	62

Задачи работы

Авторы ставят перед собой следующие задачи:

Во-первых, описать основные зависимости, детерминирующие денежно-кредитную и финансовую политику и ее последствия для экономической динамики: зависимость денежного предложения Центрального банка от платежного баланса и дефицита (профицита) федерального бюджета, зависимость кредитной активности банков от денежной и финансовой политики, зависимость взаимного кредитования секторов и накопления капитала от кредитной активности банковской системы.

Во-вторых, построить систему взаимосвязанных аналитических таблиц, позволяющих осуществлять постоянный мониторинг денежно-финансовой политики и ее воздействия на макроэкономические индикаторы.

В-третьих, четко обозначить важнейшие факторы экономической динамики, ограничивающие возможности влияния денежной и финансовой политики на экономический рост. К числу таких факторов относятся капиталоемкость прироста производства в различных видах деятельности и в экономике в целом, отраслевая структура выпуска, монопольное ценообразование и т.д.

Теоретические предпосылки анализа

Рост совокупного дохода (валового внутреннего продукта) зависит от степени использования доступных ресурсов (труда, капитала, природных ресурсов) и от роста предложения факторов производства.

На коротком отрезке времени решающее значение имеет занятость доступных ресурсов: труда, производственных мощностей и др., которая зависит от агрегированного спроса, включающего потребительский, инвестиционный и внешний спрос. Независимые инвестиции представляют собой наиболее подвижную, поддающуюся воздействию правительства часть агрегированного спроса, при этом они порождают посредством механизма мультипликатора инвестиций дополнительный спрос на предметы потребления и дополнительные (индуцированные) инвестиции. В то же время инвестиции увеличивают производственный капитал и тем самым создают условия для роста экономики в предстоящие периоды.

Как на коротком, так и на длинном отрезке времени существует зависимость между сбережениями и инвестициями, однако трактовка этой зависимости экономической теорией применительно к короткому и длинному отрезкам времени качественно различается. Применительно к короткому отрезку ведущей стороной в макроэкономической зависимости сбережения — инвестиции являются именно инвестиции. Способствуя полному использованию доступных ресурсов и росту совокупного дохода, инвестиции, тем самым, детерминируют соответствующий уровень сбережений, желаемых или вынужденных. Неполное использование трудовых и иных ресурсов, отсутствие инвестиций, соответствующих намечаемым сбережениям, ведет к падению совокупного дохода, обесценению или свертыванию сбережений. Напротив, в долговременных динамических процессах, описываемых теорией экономической

динамики, сбережения выступают как предпосылка инвестиций. На среднесрочном отрезке времени и в долгосрочной перспективе экономический рост определяется накоплением капитала, которое зависит, во-первых, от выбора субъектов экономики между потреблением и сбережением, во-вторых, от их выбора между активами, в которые они намерены инвестировать свои сбережения: накопление реального капитала, внутренние финансовые активы (деньги ЦБ, депозиты, облигации), иностранные активы.

Денежно-финансовая политика непосредственно воздействует на агрегированный спрос, от которого зависит уровень занятости доступных ресурсов, или, в условиях, близких к полной занятости, темп инфляции. Далее, денежно-финансовая политика воздействует (или может воздействовать) на уровень доходности альтернативных активов (процентные ставки, предельная эффективность инвестиций в реальный капитал, доходность государственных облигаций и иностранных активов) и, следовательно, на выбор инвесторов между потреблением и сбережением, между инвестициями в альтернативные активы.

Как будет показано ниже, динамика процентных ставок зависит как от спроса и предложения денег Центрального банка, так и от спроса и предложения банковских кредитов. Денежное предложение ЦБ непосредственно воздействует на краткосрочные ставки на рынке ликвидности (в частности, на межбанковском рынке); от объема ресурсов кредитования и спроса на кредиты зависят ставки по кредитам. Поэтому возможна ситуация, когда денежная рестрикция Центрального банка вызывает рост ставок на межбанковском рынке, но в то же время формирование ссудного фонда, избыточного относительно спроса на кредиты, вызывает снижение ставок по кредитам. Денежно-финансовая политика воздействует как на формирование резервов ликвидности, так и на формирование ссудного фонда (ресурсов кредитования) банковской системы.

Сбережения осуществляют все сектора экономики, и прежде всего сектор домашних хозяйств, на долю которого приходится большая часть совокупного дохода. Инвестиции в основной капитал и производственные запасы осуществляет в основном сектор нефинансовых корпораций и в меньшей степени домохозяйства и расширенное правительство. Инвестиции в финансовые активы (день-

ги, депозиты, облигации и т.д.) опосредствуют перераспределение сбережений между секторами экономики, в том числе перераспределение сбережений других секторов в пользу нефинансовых корпораций. Оказывая прямое и косвенное воздействие на взаимное кредитование секторов экономики, денежно-финансовая политика влияет (или может влиять) на темпы накопления капитала и экономический рост.

Далее, от денежно-финансовой политики зависит использование ресурсов, мобилизованных правительством в результате инвестиций агентов экономики в финансовые активы (деньги ЦБ и государственные облигации), на конечное потребление, накопление капитала или прирост иностранных активов.

В программных и прогнозных документах экономических ведомств РФ (ЦБ, Минфина, Минэкономразвития) основное внимание уделяется условиям долговременного роста, напротив, проблема поддержания агрегированного спроса как условия полной занятости ресурсов и роста совокупного дохода, по сути дела, игнорируется. Далее, условия долговременного роста сводятся к доле сбережения в ВВП и соотношению сбережения — инвестиции: рассматриваются расхождения между ВВП и располагаемым доходом, динамика доли сбережения в располагаемом доходе и расхождение между сбережением и накоплением. В то же время другой фактор, детерминирующий темпы роста экономики, — капиталоемкость единицы прироста ВВП — выпадает из поля зрения аналитиков, разработчиков экономических программ и прогнозов.

Финансовая политика должна обеспечить мобилизацию и использование во внутренней экономике той части национального сбережения, которая не инвестируется частным сектором в накопление реального капитала. Денежная политика должна удовлетворять спрос растущей экономики на деньги как посредника в трансакциях и как ликвидный актив; в рамках этого спроса денежное предложение ЦБ может служить источником безопасного финансирования бюджетного дефицита. Деньги Центрального банка представляют собой беспроцентные и бессрочные обязательства расширенного правительства и могут безболезненно использоваться для дефицитного финансирования расходов бюджета. *Монетизация части государственного долга уменьшает процентные расходы бюд-*

жета и способствует снижению всего спектра процентных ставок в экономике. В развитых странах денежная эмиссия в подавляющей части используется для монетизации долга, т.е. для дефицитного финансирования расходов правительства.

В прогнозе Минэкономразвития на 2012–2014 гг. предусматривается бюджетный дефицит и отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса. Казалось бы, использование денежной эмиссии ЦБ для финансирования дефицита становится и возможным, и необходимым. Тем не менее Минэкономики прогнозирует прирост валютных резервов за счет ввоза капитала (что само по себе является бессмыслицей: частный сектор ввозит капитал для того, чтобы правительство его вывезило), а эмиссионный ресурс, очевидно, предполагается использовать для покупки иностранной валюты. Финансирование дефицита предусматривается за счет наращивания внутреннего долга, что ведет к росту процентных расходов. Отказ от монетизации федерального долга и финансирование дефицита главным образом за счет прироста государственных заимствований приведет к росту процентных расходов бюджета и к повышению всего спектра процентных ставок в экономике.

В программных и прогнозных документах экономических ведомств финансовая политика рассматривается исключительно под углом зрения снижения дефицита бюджета, а денежная политика – в связи с подавлением инфляции. В документах Минэкономразвития, Минфина и Центрального банка признается, что жесткое ограничение расходов правительства будет оказывать сдерживающее влияние на экономический рост. Вместе с тем авторы этих документов настаивают, что жесткая денежная политика, направленная исключительно на подавление инфляции, сама по себе обеспечивает условия для устойчивого роста и повышения благосостояния населения. Связь между денежной рестрикцией, депрессией и стагнацией, вопреки очевидным фактам, в документах экономических ведомств никогда не рассматривается.

Кредитно-денежная политика должна преследовать две фундаментальные цели, которые могут находиться в определенном конфликте между собой: поддержание агрегированного спроса как непосредственно, так и с помощью регулирования ставок процента и контроль над инфляцией в той мере, в какой инфляция зависит

от денежного предложения и кредитной активности банковской системы¹. Гиперинфляция, измеряемая двузначными цифрами, действительно может сковывать экономическую активность, однако умеренная инфляция нередко способствует или сопутствует росту, тогда как нулевая инфляция или дефляция являются спутниками депрессии и последующей стагнации². Поэтому нельзя свести задачи денежно-кредитной политики исключительно к контролю над инфляцией; в случае такого одностороннего подхода денежная политика превращается в тормоз экономического роста.

Отрицая или игнорируя значение активной денежной и финансовой политики для экономического роста, экономические ведомства РФ решающее значение придают внешним факторам: мировым ценам на энергоносители и привлечению иностранного капитала. Прогнозные сценарии социально-экономического развития России строятся в зависимости от принимаемых вариантов экспортных цен на нефть.

Конечно, возможности денежно-финансовой политики, направленной на поддержание экономического роста, ограничены. Существуют как внутренние, так и внешние факторы, воздействие на которые выходит за рамки возможностей денежно-финансовой политики. Так, денежно-финансовая политика, проводимая в России, не может определяющим образом воздействовать на колебания цен на энергоносители и металлы, на избыток или недостаток предложения капитала на мировых финансовых рынках. Однако от проводимой в России экономической политики (в частности, денежно-финансовой политики) зависит степень уязвимости внутренней экономики для внешних шоков.

К числу внутренних факторов, ограничивающих возможности денежно-финансовой политики, нужно отнести ограниченность доступных природных ресурсов и убывающую эффективность

-
1. О конфликте целей подавления инфляции и стимулирования роста говорится в экспертном заключении Института современного развития, на которое мы ссылались выше. Авторы экспертного заключения, в частности, пишут, что в результате денежной политики, направленной на подавление инфляции, «выход из кризиса может затянуться. Денежные власти должны взвесить, какую «цену» они готовы заплатить за сдерживание инфляции» // Вопросы экономики. 2009. № 4. С. 19.
 2. В Основных направлениях бюджетной политики на 2012–2014 гг., представленных Минфином (в отличие от доклада ЦБ), вполне справедливо говорится, что снижение инфляции «связано с падением потребительского спроса на товары и услуги, а также крайне слабым восстановлением кредитования реального сектора экономики банками».

вложений труда и капитала в сырьевых отраслях. Эффективность денежно-финансовой политики зависит также от институционального строения экономики: прозрачности корпоративного управления или инсайдерского контроля над финансовыми потоками, конкурентного или монопольного ценообразования, контроля над трансграничным движением капитала, уровня коррупции и т.д. Отсюда отнюдь не следует, что нужно отказаться от активной денежно-финансовой политики, однако необходимо четко обозначить границы ее возможностей и определить необходимые меры, выходящие за рамки косвенного, денежного и финансового регулирования.

Исходная статистическая информация

В ежегодно публикуемых национальных счетах представлены производство валового внутреннего продукта, доходы от иностранных инвестиций и текущие трансферты, переданные за границу и полученные из-за границы, формирование валового располагаемого дохода. Поскольку в российской экономике баланс доходов от иностранных инвестиций и текущих трансфертов постоянно имеет отрицательное значение, равное 3–4% валового внутреннего продукта, валовой располагаемый доход на соответствующую величину меньше ВВП.

Далее, в национальных счетах представлено использование валового располагаемого дохода на текущее потребление и валовое сбережение. Валовое сбережение для экономики в целом распределяется между реальным накоплением и чистым кредитованием остального мира (вывозом капитала и приростом валютных резервов). В экономике стран — чистых заемщиков капитала сумма конечного потребления и валового накопления больше валового располагаемого дохода, в странах — чистых кредиторах (к числу которых относится Россия) сумма конечного потребления и валового накопления меньше валового располагаемого дохода на величину чистого кредитования остального мира.

В национальных счетах конечное потребление, валовое накопление и чистое кредитование представлены также в разрезе институциональных секторов (домашние хозяйства, государственное управление, нефинансовые корпорации, финансовые корпорации, остальной мир³). Однако о взаимном кредитовании секторов внутренней экономики по национальным счетам можно судить лишь приблизительно.

3. Выделяется также сектор некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства (НКООДХ), которым в дальнейшем анализе можно пренебречь, поскольку его удельный вес в производстве и использовании валового внутреннего продукта незначителен.

Использование национальных счетов для анализа текущей ситуации затрудняется тем обстоятельством, что национальные счета для экономики в целом публикуются с лагом в один год, а по институциональным секторам — с лагом в два года. Так, осенью 2011 г. были опубликованы национальные счета по экономике в целом за 2010 г., а национальные счета в разрезе институциональных секторов — за 2009 г. Ежеквартально публикуемые данные об использовании валового внутреннего продукта содержат укрупненные показатели, характеризующие конечное потребление, валовое накопление и чистый экспорт. Данные о валовом располагаемом доходе, валовом сбережении, чистом кредитовании остального мира и чистом вывозе доходов и текущих трансфертах в этих публикациях отсутствуют.

Тем не менее данные о чистом вывозе доходов, текущих трансфертах и чистом кредитовании остального мира можно воспроизвести по ежеквартально публикуемому платежному балансу, переводя показатели из долларов США в рубли по среднему курсу за рассматриваемый период (год или квартал). Вычитая из величины валового внутреннего продукта сальдо текущих доходов и трансфертов, получаем квартальные и годовые показатели валового располагаемого дохода. Вычитая из валового располагаемого дохода расходы на конечное потребление, получаем показатель валового сбережения. По платежному балансу можно реконструировать также квартальные данные о валовом и чистом кредитовании (заимствовании) остального мира правительством, Центральным банком, коммерческими банками и «прочими секторами». С определенной долей условности кредитование остального мира «прочими секторами» (кроме движения наличной иностранной валюты и «прочих активов») мы относим к нефинансовым корпорациям, а прирост или сокращение запаса иностранной валюты и «прочих активов» — к сектору домашних хозяйств.

Насколько точной является такая реконструкция, можно судить, сопоставляя данные о чистом экспорте, приводимые в ежеквартально публикуемой ФСГС таблице «Использование валового внутреннего продукта» (в разделе «национальные счета»), и данные о чистом экспорте по платежному балансу, публикуемые Банком России, умноженные на курс доллара к рублю, средний за период.

Как видно из таблиц 1 и 2, расхождение между этими данными лежит в пределах допустимой статистической погрешности. Следовательно, использование данных платежного баланса для реконструкции некоторых показателей национальных счетов является вполне корректным приемом.

Таблица 1. Чистый экспорт в 2010 г.

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	2010 г.
Торговый баланс, млрд долл.	47	40	29	36	152
Баланс услуг, млрд долл.	-5	-6	-10	-8	-29
Итого чистый экспорт товаров и услуг, млрд долл.	42	34	19	28	123
Валютный курс, средний за период, руб. за 1 долл.	29,9	30,23	30,62	30,71	30,36
Чистый экспорт по платежному балансу, млрд руб.	1256	1028	582	860	3734
Чистый экспорт по национальным счетам, млрд руб.	1254	1009	610	874	3716

Таблица 2. Чистый экспорт в 2011 г.

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	2011 г.
Торговый баланс, млрд долл.	48,2	50,8	45,9	53,3	198,1
Баланс услуг, млрд долл.	-6,3	-8,4	-11,7	-10,7	-37,1
Итого чистый экспорт товаров и услуг, млрд долл.	41,9	42,4	34,2	42,6	161
Валютный курс, средний за период, руб. за 1 долл.	29,26	27,29	29,03	31,22	29,35
Чистый экспорт по платежному балансу, млрд руб.	1226	1157	993	1330	4725
Чистый экспорт по национальным счетам, млрд руб.	1254	1242	992	1249	4737

По национальным счетам и платежному балансу можно судить о чистом кредитовании (чистом заимствовании) остального мира, но не о взаимном кредитовании секторов внутренней экономики. Показатели взаимного кредитования секторов внутренней

экономики можно в значительной мере воспроизвести по данным банковской и финансовой статистики, которая публикуется наиболее оперативно⁴. Это потребует внести определенные изменения в состав выделяемых институциональных секторов: наряду с нефинансовыми корпорациями, выделить банки (кредитные организации) и прочие финансовые организации. Сектор государственного управления в целях анализа текущей ситуации и проводимой денежно-кредитной и финансовой политики целесообразно подразделить на два сектора: «расширенное правительство» (федеральные, региональные и местные власти) и «Центральный банк». Воспроизвести текущие показатели валового сбережения и валового накопления в разрезе институциональных секторов с достаточной степенью надежности не представляется возможным, однако, зная общий характер зависимости накопления капитала от взаимного кредитования секторов внутренней экономики и остального мира, можно сделать выводы о доминирующих тенденциях в динамике накопления капитала.

4. Оценочные и прогнозные расчеты взаимного кредитования секторов российской экономики представлены в ежегодно публикуемых прогнозах Минэкономразвития на предстоящее трехлетие. Но эти расчеты и оценки настолько расходятся с данными платежного баланса, банковской и финансовой статистики, что есть все основания усомниться в их достоверности.

Восстановительные процессы в российской экономике в 2010–2011 гг.

В 2011 г. российская экономика продолжала восстанавливаться после кризиса. Физический объем ВВП по итогам трех первых кварталов 2011 г. вплотную приблизился к докризисному уровню. Это, однако, не означает, что воспроизводилась структура производства, распределения и использования ВВП, существовавшая накануне кризиса. В распределении и использовании ВВП произошли существенные изменения, и пока рано судить о том, являются ли они необратимыми. Изменения в структуре и распределении ВВП сопровождались важными сдвигами в кредитно-денежной и финансовой политике.

В 2009 г., при общем сокращении физического объема производства на 7,8% по сравнению с предшествующим годом, валовое накопление сократилось более чем на 40%. Удельный вес конечного потребления увеличился с 65 до 74% ВВП, удельный вес валового сбережения снизился с 30 до 22% ВВП. В 2010–2011 гг. удельный вес валового сбережения и валового накопления постепенно повышался, но оставался значительно ниже докризисного уровня. Физический объем конечного потребления домашних хозяйств по итогам первых трех кварталов 2011 г. вырос более чем на 30% по сравнению с сопоставимым периодом 2008 г., тогда как физический объем валового накопления составил лишь около 82% от уровня первых трех кварталов 2008 г.

В годы, предшествовавшие кризису, доля конечного потребления в ВВП России была существенно ниже, чем в большинстве развитых и развивающихся стран, а доля накопления — примерно такой же, как в странах Западной Европы и Северной Америки, и существенно ниже, чем в странах Юго-Восточной Азии. Зато беспрецедентно высокой была (и остается) доля чистого экспорта. Повы-

шение доли конечного потребления (при условии, что речь не идет о престижном, показном потреблении) нужно признать вполне нормальным явлением, однако при сохранении возросшей доли конечного потребления и без отказа от массивного чистого экспорта поддержание высоких темпов инвестиций и экономического роста становится проблематичным.

Реальные инвестиции и чистый экспорт

Для российской экономики в течение всех лет после начала реформ характерны массивное превышение вывоза капитала над его ввозом и, следовательно, значительный отрицательный разрыв между сбережением и накоплением. Даже в те годы, когда ввоз капитала частным сектором превышал его вывоз (2006 и 2007), массивный прирост официальных валютных резервов обуславливал чистый вывоз капитала по экономике в целом.

В принципе, если страна имеет постоянный чистый вывоз капитала, она должна иметь положительное сальдо доходов от иностранных инвестиций. Особенность дисбалансов российской экономики заключается в том, что отрицательным является как сальдо операций с капиталом (вывоз капитала превышает его ввоз), так и сальдо счета с инвестиционными доходами (выплаченные доходы превышают полученные доходы). Вывоз капитала не сопровождается адекватной репатриацией прибыли, напротив, ввоз капитала сопряжен с более чем пропорциональным вывозом прибыли иностранных инвесторов.

В Прогнозах Минэкономразвития на 2011–2013 и 2012–2014 гг. предусматривается снижение доли чистого экспорта, чистых доходов иностранных инвесторов и чистого кредитования остального мира и соответствующее увеличение доли накопления основного капитала. Однако в этих докладах ничего не говорится о том, почему это произойдет и какие меры экономической политики должны этому способствовать. Авторы прогнозов ограничиваются утверждением, что в ближайшее время «можно ожидать» снижения доли чистого экспорта и повышения доля накопления. Но с еще большим основанием «можно ожидать» роста доходов иностранных инвесторов и вывоза капитала. Нерегулируемое трансграничное движе-

ние капиталов и доходов иностранных инвесторов в 2010–2011 гг., очевидно, не подтверждает оптимистические прогнозы. Как видно из таблицы 3, доля чистого вывоза за границу доходов иностранных инвесторов и работников и доля чистого вывоза капитала не снижается, а растет или остается стабильно высокой.

Таблица 3. **Чистый вывоз доходов и капитала, в % к ВВП**

	2008	2009	2010	2011
Баланс доходов и текущих трансфертов	3,0	3,5	3,5	3,3
Чистый вывоз капитала	8,5	3,6	2,3	4,8
Итого, чистый вывоз доходов и капитала (1 + 2)	11,5	7,1	5,8	8,1
Чистый экспорт	9,0	7,4	8,1	8,8
Прирост (+)/уменьшение (–) валютных резервов (4 – 3)	–2,5	0,3	2,3	0,7

Выбор агентов экономики между внутренним накоплением и приростом иностранных активов оказывает решающее воздействие на темпы накопления реального капитала, *причем активную роль в распределении сбережений между реальными инвестициями и чистым кредитованием остального мира могут играть как колебания инвестиционной активности, так и колебания в вывозе капитала.*

О динамике валового внутреннего продукта, валового располагаемого дохода, конечного потребления, валового сбережения, валового накопления и чистого кредитования остального мира в 2010 и 2011 гг. в российской экономике можно судить по данным национальных счетов, дополненных данными платежного баланса, представленными в таблицах 4 и 5. Как видно из этих таблиц, динамика валового внутреннего продукта зависит от инвестиционной активности не только на долгосрочном или среднесрочном, но и на краткосрочном отрезке времени, равном одному кварталу.

Таблица 4. **Национальные счета за 2010 г., млрд руб.**

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	2011 г.
Валовой внутренний продукт	9572	10623	11773	12971	45166
Валовой внутренний продукт, включая статистическое расхождение	9724	10983	12119	13256	46081

Окончание табл. 4

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	2011 г.
Баланс доходов и текущих трансфертов*	242	447	428	476	1585
Валовой располагаемый доход (2 – 3)	9482	10536	11691	12780	44496
Конечное потребление	7340	7772	8181	8777	32071
Валовое сбережение (4 – 5)	2142	2764	3510	4003	12425
Валовое накопление	1130	2202	3327	3605	10294
Чистое кредитование остального мира по национальным счетам (6 – 7)	1012	562	183	398	2131
Чистый вывоз капитала*	508	–230	83	651	1020
Изменение валютных резервов*	496	789	82	–264	1117
Чистое кредитование остального мира по платежному балансу (9 + 10)	1004	559	165	387	2137

*Данные платежного баланса, умноженные на курс доллара к рублю, средний за период.

Таблица 5. Национальные счета за 2011 г., млрд руб.

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	2011 г.
Валовой внутренний продукт	11410	12757	14056	16146	54369
Валовой внутренний продукт, включая статистическое расхождение	11259	12923	14456	16983	55621
Баланс доходов и текущих трансфертов*	313	574	459	403	1758
Валовой располагаемый доход (2–3)	10946	12349	13997	16580	53863
Конечное потребление	8226	8819	9304	10687	37036
Валовое сбережение (4–5)	2720	3530	4693	5893	16827
Валовое накопление	1779	2862	4160	5048	13849
Чистое кредитование остального мира по национальным счетам (6–7)	941	668	533	845	2978
Чистый вывоз капитала*	617	252	586	1189	2595
Изменение валютных резервов*	296	361	–52	–268	370
Чистое кредитование остального мира по платежному балансу (9+10)	913	613	534	921	2965

*Данные платежного баланса, умноженные на курс доллара к рублю, средний за период.

Даже на коротком отрезке времени рост инвестиций порождает дополнительный спрос на предметы потребления и дополнительные (индуцированные) инвестиции. Поэтому увеличение инвестиций внутри короткого отрезка времени совсем не обязательно требует сокращения конечного потребления; напротив, рост инвестиций, как правило, сопровождается как ростом объема ВВП, так и ростом конечного потребления (хотя его доля в ВВП снижается). Единственный компонент ВВП, который сокращается в случае роста накопления, — это спрос на иностранные активы (чистое кредитование остального мира)⁵.

Как видно из таблиц 4 и 5, валовое накопление подвержено наибольшим сезонным колебаниям. Уровень валового накопления в I квартале сокращается более чем в два раза по сравнению с IV кварталом предшествующего года. Затем начитается его постепенное восстановление. Наибольший темп роста валового накопления достигается в III квартале. В IV квартале уровень валового накопления и конечного потребления достигает годового максимума⁶.

Сезонная динамика производства ВВП тесно связана с динамикой инвестиций. Спад в производстве ВВП в I квартале года, очевидно, связан с сезонным сокращением инвестиций в основной капитал. Сезонный спад валового накопления сказывается частично в сокращении квартальных показателей производства ВВП, частично — в увеличении чистого кредитования остального мира. При этом

-
5. Публикуемая Росстатом таблица «Использование валового внутреннего продукта» включает три агрегированные статьи: конечное потребление, валовое накопление и чистый экспорт товаров и услуг. По данным платежного баланса можно видеть, как доход в иностранной валюте, образовавшийся в результате чистого экспорта, распределяется между чистым вывозом доходов иностранных инвесторов и рабочих, чистыми трансфертами за границу, чистым спросом на иностранные активы и приростом валютных резервов. В те периоды, когда чистый вывоз доходов и капитала превышает чистый экспорт, валютные резервы сокращаются. До сих пор эти периоды были редкими и непродолжительными: IV квартал 2008 г., I квартал 2009 г., IV квартал 2010 г., второе полугодие 2011 г.
6. Данные о производстве и использовании ВВП в IV квартале 2011 г. в неизменных ценах 2008 г. еще не опубликованы, а опубликованные данные в текущих ценах вызывают некоторые сомнения. Согласно этим данным, в IV квартале 2011 г. валовое накопление в текущих ценах выросло с 4160,1 до 5047,6 млрд руб., т.е. более чем на 20% по сравнению с предшествующим кварталом и на 40% по сравнению с IV кварталом 2010 г. Учитывая значительное статистическое расхождение, равное 837 млрд руб., или 6,5% ВВП, объем валового сбережения и валового накопления, как можно предположить, значительно преувеличен. Вполне правдоподобным представляется, что и тот, и другой показатель следует уменьшить ориентировочно на 800 млрд рублей. Цифра валового накопления в IV квартале 2011 г. тем более вызывает сомнения, что основная часть валового накопления приходится в IV квартале на валовое накопление основного капитала.

конечное потребление в абсолютном выражении несколько сокращается, несмотря на рост его доли в использовании ВВП, а чистое кредитование остального мира увеличивается не только относительно, но и в абсолютном выражении.

Поквартальная динамика валового внутреннего продукта, конечного потребления и валового накопления представлена в таблице 6. Как видно из этой таблицы, конечное потребление, относительно более стабильное, чем остальные составляющие ВВП, также снижается в I квартале года (по сравнению с IV кварталом предшествующего года), частично вследствие сокращения инвестиций, частично вследствие того, что в последнем квартале каждого года наблюдается предновогодний всплеск потребления.

Таблица 6. Динамика валового внутреннего продукта, конечного потребления и валового накопления (в постоянных ценах 2008 г.), в % к IV кварталу предшествующего года

	IV*	I	II	III	IV
	квартал	квартал	квартал	квартал	квартал
2010					
Валовой внутренний продукт	100	85,2	91,9	99,4	104,5
Конечное потребление	100	91,0	96,0	99,0	101,9
Валовое накопление	100	44,3	75,7	137,3	139,3
2011					
Валовой внутренний продукт	100	84,8	90,9	99,7	
Конечное потребление	100	92,9	98,9	103,2	
Валовое накопление	100	45,8	64,0	117,0	

* IV квартал предшествующего года (2009 и 2010 гг. соответственно).

Таким образом, динамика валового накопления влияет, во-первых, на колебания совокупного объема валового внутреннего продукта, во-вторых, на структуру использования сбережений, на соотношение между валовым накоплением и спросом на иностранные активы. Как видно из таблицы 7, доля чистого кредитования остального мира возрастает в I квартале, снижается во II и III кварталах и вновь увеличивается в IV квартале года.

Это явление вполне объяснимо с точки зрения теории портфельного выбора: инвестиции в реальный капитал и вывоз капитала являются двумя альтернативными направлениями использования

сбережений внутренней экономики в целом. Сокращение спроса на один из этих активов ведет к увеличению спроса на другой актив.

Таблица 7. Доля чистого кредитования остального мира, в % ВВП

Год	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
2010	10,4	5,1	1,5	3,0
2011	8,4	5,1	3,6	4,9

Итак, даже сезонные колебания валового накопления оказывают воздействие, во-первых, на уровень производства ВВП, во-вторых, на структуру его использования: чистое кредитование остального мира находится в обратной зависимости от уровня валового накопления.

Конечно, вывоз капитала зависит также от многих других факторов, в том числе внешних, и, следовательно, динамика вывоза капитала оказывает обратное воздействие на реальные инвестиции. Так, во втором полугодии 2011 г. вывоз капитала усилился частично из-за слабого спроса на реальные инвестиции, частично из-за других — внешних и внутренних — факторов. Тем не менее можно сделать вывод, что, *при прочих неизменных условиях*, правительство с помощью мер денежной и финансовой политики, добиваясь повышения темпа инвестиций, тем самым могло бы способствовать сокращению вывоза капитала и ускорению роста ВВП.

Платежный баланс и денежное предложение Банка России

Динамика денежного предложения Центрального банка определяется не только активными операциями ЦБ, но и соотношением доходов и расходов правительства, в результате которого происходит перелив денежных средств между обязательствами ЦБ перед правительством и обязательствами перед частным сектором, другими словами, между остатками средств на счетах правительства и денежной базой.

Активные операции ЦБ (за исключением кризисного периода в конце 2008 – начале 2009 г. и двух последних кварталов 2011 г.) сводятся к покупке иностранной валюты. В результате динамика денежного предложения ЦБ определяется сочетанием двух факторов: состоянием платежного баланса и избытком (или дефицитом) федерального бюджета. Прирост или сокращение валютных резервов предполагает соответствующее увеличение или уменьшение денежного предложения ЦБ (с учетом поступлений в стабилизационные фонды, которые *фактически* не требуют дополнительного выпуска денег). Однако превышение доходов бюджета над расходами, если оно не уравнивается какими-либо дополнительными расходами правительства или активными операциями Центрального банка (например, расширением внутреннего кредита), ведет к изъятию (стерилизации) выпущенных денег высокой эффективностью. Если стерилизация денег высокой эффективностью вследствие превышения доходов бюджета над расходами превышает количество денег, выпущенных ЦБ для покупки иностранной валюты, возможна ситуация, когда валютные резервы увеличиваются, а денежная база уменьшается, как это было в первом полугодии 2011 г. Таким образом, денежное предложение Банка России детерминировано не заранее поставленными целями, а внешними для денежной политики обстоятельствами: избыточным или недостаточным предложе-

нием иностранной валюты на внутреннем рынке и дефицитом (профицитом) бюджета.

Данные о спросе и предложении иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в I и II полугодии представлены в таблице 8. Как видно из этой таблицы, главным фактором превышения спроса на иностранную валюту над ее предложением во II полугодии 2011 г. было двукратное снижение внешних заимствований (ввоза капитала) и заметное усиление вывоза капитала. О размерах покупки иностранной валюты Центральным банком (и, соответственно, об объеме денежного предложения ЦБ по каналу покупки иностранной валюты) можно судить по приросту валютных резервов, за минусом прироста стабилизационных фондов.

Таблица 8. Спрос и предложение иностранной валюты в 2011 г., млрд долл.

	I полугодие	II полугодие	Год
Предложение иностранной валюты			
Экспорт товаров и услуг, кроме нефти и газа	106,7	129,3	236,0
Экспорт нефти и газа	164,9	175,6	340,4
Прирост обязательств (ввоз капитала)	43,1	21,8	65,0
Сокращение валютных резервов	–	10,4	–
Итого предложение иностранной валюты	314,8	337,0	641,4
Спрос на иностранную валюту			
Импорт товаров и услуг	187,3	228,1	415,4
Баланс текущих доходов и трансфертов	31,2	28,7	59,9
Прирост иностранных активов (вывоз капитала)	73,3	80,1	153,3
Прирост валютных резервов	23,0	–	12,6
Итого спрос на иностранную валюту	314,8	337,0	641,4

В I полугодии 2011 г. официальные валютные резервы увеличивались, но денежная база сокращалась, следовательно, прирост средств на счетах бюджета, обусловленный бюджетным избытком, более чем уравнивал прирост количества денег высокой эффективности, связанный с покупкой иностранной валюты. Во II полугодии 2011 г. валютные резервы уменьшались, денежная база, вплоть до ноября, продолжала сокращаться, что вполне согласуется с сокращением валютных резервов. В ноябре началось сезонное расширение

ние денежной базы без прироста валютных резервов, следовательно, денежное предложение ЦБ осуществлялось не по каналу покупки валюты, а в результате расширения внутреннего кредита Центрального банка. В декабре бюджет был сведен с крупным дефицитом, который финансировался за счет сокращения остатков на счетах правительства; в то же время продолжалось сокращение валютных резервов, а внутренний кредит Центрального банка (кредиты банкам и запас государственных облигаций) почти не увеличился. Следовательно, сезонный рост денежной базы в декабре не был связан ни с покупкой иностранной валюты, ни с расширением внутреннего кредита, но обуславливался исключительно сокращением остатков на счетах правительства.

Профицит (дефицит) федерального бюджета и денежное предложение ЦБ

Переход от профицитного к дефицитному исполнению федерального бюджета по итогам 2009 г. непосредственно обусловлен экономическим кризисом. Снижение бюджетных доходов (прежде всего вследствие снижения цен на нефть)⁷ и непредвиденный рост бюджетных расходов, связанный с проведением антикризисных мероприятий, наблюдался и в 2010 г. По итогам 2010 г. дефицит федерального бюджета составил 1811,8 млрд руб. (табл. 9). Анализ динамики поквартальных показателей федерального бюджета (табл. 10) показывает, что основной прирост дефицита (в 3,7 раза) пришелся на IV квартал 2010 г., хотя в этот же период отмечался существенный по сравнению с предыдущими кварталами рост средней цены на нефть и, как следствие, максимальный прирост доходов федерального бюджета (14,1%). В первую очередь такой результат объясняется значительным ростом почти всех статей расходов: на национальную экономику, национальную оборону, правоохранительную деятельность, социальную сферу (здравоохранение, образование, социальную политику и т.д.).

В 2011 г., несмотря на предусмотренный дефицит⁸, федеральный бюджет был сведен со значительным профицитом. Только по итогам IV квартала результатом исполнения федерального бюджета оказался дефицит в размере 700,1 млрд руб., однако благодаря накопленному профициту в первые три квартала, который составил (1130,9 млрд руб.), годовой результат оказался положительным.

Поквартальная динамика доходов федерального бюджета в 2010 и 2011 гг. тесно коррелирует с поквартальной динамикой ВВП (см. табл. 6). Расходы федерального бюджета подвержены более

7. По расчетам за 2010–2011 гг. коэффициенты корреляции цены на нефть и доходов федерального бюджета составили 0,9, налоговых доходов – (плюс) 1,0, доходов от внешнеэкономической деятельности – (плюс) 0,8.

8. Федеральный закон от 13.12.2010 № 357-ФЗ (ред. от 06.11.2011) «О федеральном бюджете на 2011 год и на плановый период 2012 и 2013 годов» / СЗ РФ. 20.12.2010. № 51 (ч. 3), ст. 6809.

резким сезонным колебаниям, особенно в I и IV кварталах каждого года.

Таблица 9. Динамика доходов и расходов федерального бюджета в 2010 г., в % к предыдущему кварталу

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
Доходы федерального бюджета, всего	-12,0	4,5	-1,6	14,1
Налоговые доходы	12,4	-6,6	13,1	9,5
Неналоговые доходы	-19,0	25,2	-16,5	19,8
В том числе доходы от внешнеэкономической деятельности	-27,8	14,2	-0,2	20,6
Расходы федерального бюджета, всего	-31,2	-0,6	5,9	47,5
Общегосударственные вопросы, национальная оборона и правоохранительная деятельность	-37,2	10,4	-10,4	84,4
Национальная экономика и охрана окружающей среды	-56,7	-18,5	37,4	115,0
Социальная сфера	-59,5	61,2	-12,2	92,0
Обслуживание государственного и муниципального долга	139,8	-66,0	189,1	-57,5
Межбюджетные трансферты	-2,7	-13,3	13,9	1,2
Изменение дефицита (рост(+)/снижение(-))	-74,9	-41,2	111,7	267,8

Таблица 10. Динамика доходов и расходов федерального бюджета в 2011 г., в % к предыдущему кварталу

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
Доходы федерального бюджета, всего	4,3	21,8	-0,2	8,5
Налоговые доходы	6,3	17,6	1,4	2,4
Неналоговые доходы	-2,0	33,8	-3,4	15,5
В том числе доходы от внешнеэкономической деятельности	-6,7	27,9	5,5	20,1
Расходы федерального бюджета, всего	-35,1	7,8	3,8	55,4
Общегосударственные вопросы, национальная оборона и правоохранительная деятельность	-43,9	27,6	-9,2	87,2
Национальная экономика и охрана окружающей среды	-54,9	42,7	2,8	124,4
Социальная сфера	106,4	-9,4	12,0	22,7
Обслуживание государственного и муниципального долга	179,2	-69,3	319,9	-55,5
Межбюджетные трансферты	-87,3	43,2	-22,0	12,0
Изменение профицита (рост(+)/снижение(-))	-	195,1	-18,7	-263,8

Первый квартал характеризуется снижением (как в 2010 г.) или незначительным ростом (как в 2011 г.) доходов бюджета. Причем доходы от внешнеэкономической деятельности заметно снижались, даже в том случае, когда цены на нефть росли, как это было в I квартале 2011 г. Несмотря на то что таможенные пошлины на вывоз нефти непосредственно зависят от ее текущей рыночной цены, наблюдаемое сокращение поступлений в виде доходов от внешнеэкономической деятельности очевидно связано с сезонным сокращением валового накопления, снижением конечного потребления и ВВП в целом, что сказывается на падении импорта (следовательно, снижаются поступления от ввозных пошлин).

Во II квартале эти доходы и общая сумма доходов федерального бюджета возрастают как в 2010, так и в 2011 г. В III квартале вновь наблюдается небольшой спад (в 2010 г.) или замедление роста доходов бюджета (в 2011 г.), связанное с сокращением (замедлением роста) поступления налогов на товары и услуги, налога на прибыль, доходов от внешнеэкономической деятельности. IV квартал уже традиционно характеризуется ускорением роста всех показателей, в особенности бюджетных расходов. В 2010 г. за IV квартал сформировалось более 60% итогового бюджетного дефицита, а в 2011 г. за три последних месяца образовался дефицит, который более чем в 2 раза сократил итоговый профицит федерального бюджета.

Если I квартал традиционно характеризуется заметным снижением расходов федерального бюджета по сравнению с IV кварталом предыдущего года (на 31,2% в 2010 г. и на 35,1% в 2011 г.), то в IV квартале наблюдаются рекордные (по сравнению с другими кварталами того же года) темпы прироста бюджетных расходов по основным категориям.

Сезонная неравномерность финансовой политики с заметным «перекосом» в пользу IV квартала в точности корреспондирует с денежной политикой.

В течение первых трех кварталов 2011 г. более 90% избытка федерального бюджета (за минусом потерь на валютном курсе) оседало на счетах по учету средств бюджета, что обусловило массивный прирост остатков на счетах правительства в ЦБ, перевешивающий прирост денежной базы, обусловленный покупкой иностранной валюты в I полугодии 2011 г.

Формирование и использование избытка федерального бюджета в течение января–октября 2011 г. представлено в таблице 11. Как видно из этой таблицы, реальный избыток федерального бюджета включал в себя не только сумму объявленного профицита, но и прирост внутреннего федерального долга, доходы от приватизации (и другие, не приведенные в таблице доходы, не предусмотренные бюджетом). В результате реальный избыток бюджетакратно превышал объявленный профицит и составил, по итогам трех кварталов 2011 г., 6,9% произведенного ВВП.

Таблица 11. Формирование и использование избытка федерального бюджета в январе–октябре 2011 г.*, млрд руб.

	I квартал	II квартал	III квартал	Октябрь
Избыток бюджета (+), дефицит (–), всего	828,0	884,3	908,2	607,4
В том числе:				
Прирост объявленного профицита	178,0	525,5	427,4	291,9
Прирост федерального долга	284,5	357,7	119,7	304,7
Прирост доходов от приватизации	106,9	7,2	1,4	3,0
Выигрыш на валютном курсе	–	–	309,9	–
Использование бюджетного избытка (финансирование дефицита), всего	828,0	884,3	908,2	607,4
В том числе:				
Прирост средств на счетах бюджета	653,5	805,0	860,8	463,6
Бюджетные кредиты	38,9	37,1	22,0	–4,8
Погашение внешнего долга РФ**	20,9	33,8	22,0	2,3
Потери на валютном курсе	114,3	8,8	–	145,4
СПРАВОЧНО: Избыток федерального бюджета в % к ВВП	7,3	6,9	6,5***	

*В таблице приведены только основные источники формирования избытка бюджета и направления его использования, поэтому общая сумма избытка бюджета не совпадает с суммой приведенных статей.

**Включая другое использование за границей.

***Всего по итогам трех первых кварталов 2011 г. избыток бюджета составил 6,9% ВВП.

Наращивание государственного долга в условиях профицита ведет к изъятию инвестиционных ресурсов, к сокращению внутреннего агрегированного спроса. В лучшем случае средства, привлеченные в результате размещения государственного долга в условиях профицита, используются Центральным банком для кредитования

банков и других финансовых корпораций. Однако нужно иметь в виду, что сам факт размещения значительных выпусков государственных облигаций способствует повышению процентных ставок или сдерживает их снижение. Ставки по государственным облигациям превышают ставки по депозитам физических лиц и организаций, следовательно, поступления, связанные с приростом внутреннего долга, не могут быть дешевым ресурсом кредитования.

Как отмечалось в статье А.О. Шабалина⁹, после масштабных размещений обязательств федерального правительства в I полугодии 2011 г. дальнейшие размещения в III квартале столкнулись с серьезными трудностями. Действительно, в III квартале прирост внутреннего долга замедлился, однако уже в октябре государственные заимствования на внутреннем финансовом рынке без видимой надобности резко увеличились. Прирост внутреннего долга в октябре превысил и без того крупный объявленный профицит и явился главным источником избытка федерального бюджета. Политика неоправданного в условиях профицита наращивания государственного долга (намечавшаяся для условий дефицита) так и не была пересмотрена в течение почти всего истекшего года. Возможно, что в дальнейшем, когда размещения государственных облигаций станут действительно необходимы для финансирования дефицита, ресурсы внутреннего рынка окажутся исчерпанными, а размещение под приемлемые процентные ставки станет невозможным. В октябре 2011 г., в условиях нарастающего избытка федерального бюджета, государственный внутренний долг увеличился на 305 млрд руб., в ноябре, когда бюджет стал дефицитным, внутренний государственный долг не вырос, а сократился на 14 млрд руб., что равнозначно увеличению реального дефицита, а не его финансированию. В декабре, когда реальный дефицит бюджета составил 1215 млрд руб., прирост государственного внутреннего долга составил всего 9,1 млрд руб. Данные о формировании и финансировании дефицита федерального бюджета в ноябре 2011 г. представлены в таблице 12.

9. Шабалин А.О. Динамика государственного и корпоративного долга с учетом проекта бюджета на 2012–2014 гг. // Бизнес и банки. 2011. № 40 (1069).

Таблица 12. Формирование и финансирование дефицита федерального бюджета в ноябре—декабре 2011 г., млрд руб.

	Формирование дефицита		Финансирование дефицита		
	Ноябрь	Декабрь		Ноябрь	Декабрь
Объявленный дефицит	53,4	938,6	Прирост внутреннего долга		9,1
Погашение внутреннего долга	14,0		Сокращение остатков на счетах бюджета	21,6	1132,7
Погашение внешнего долга	1,0	25,2	Доходы от приватизации	2,3	5,4
Бюджетные кредиты	2,3		Выигрыш на валютном курсе	57,6	43,5
Иные, нерасшифрованные расходы	10,5	251,5	Неуказанные доходы	0,5	3,8
Покупка драгметаллов	0,8		Сокращение бюджетных кредитов		11,8
			Переоценка драгметаллов		9,0
Итого, реальный дефицит	82,0	1215,3	Итого, финансирование дефицита	82,0	1215,3

Как уже говорилось, в течение всего периода с января по октябрь 2011 г. основная часть избытка федерального бюджета оседала на счетах в Банке России. Однако использование Центральным банком ресурсов бюджета в июле—октябре 2011 г. качественно изменилось по сравнению с I полугодием. Публикуемые ЦБ таблицы «Баланс Банка России» и «Обзор Центрального банка» дают представление о том, как используются средства бюджета, оседающие на счетах в ЦБ. Аналитическое представление Обзора Центрального банка за 2011 г. дано в таблице 13¹⁰.

10. Заметим, что динамика чистых международных резервов по Обзору Центрального банка зависела не только (и даже не столько) от прироста валютных резервов по платежному балансу, сколько от динамики валютного курса и переоценки всей массы валютных резервов (в рублях). Так, в I квартале 2011 г. валютные резервы в долларах (по платежному балансу) выросли, но международные резервы в рублях (по Обзору ЦБ) сократились. В III и IV кварталах валютные резервы в долларах сократились, но в рублях выросли. В пассиве Обзора ЦБ переоценка валютных резервов отражается в статье «прочие пассивы», которая четко корреспондировала со статьей актива «чистые международные резервы». Так, во II полугодии 2011 г. валютные резервы (в долларах) сократились, однако вследствие ослабления рубля и повышения курса доллара международные активы в балансе ЦБ, выраженные в рублях, выросли на 970 млрд руб. В пассиве баланса ЦБ переоценка международных резервов отразилась в приросте «других пассивов» (на 973 млрд руб.). В дальнейшем анализе той и другой статьей баланса ЦБ (приростом международных активов и приростом «других пассивов») можно пренебречь.

Таблица 13. Аналитическая группировка Обзора Центрального банка за 2011 г., млрд руб.*

	I квартал	II квартал	III квартал	Октябрь	Июль– октябрь	Ноябрь	Декабрь
Чистые иностранные активы	–316	443	1721	–749	973	305	52
Кредиты и депозиты	–8	–3	483	443	927	209	8
Долг правительства	–16	–18	13	–3	10	3	5
Другие активы	–3	–14	0	4	4	–5	0
Итого по активу	–343	407	2220	–303	1915	512	65
Обязательства перед правительством	925	604	788	309	1095	15	–1322
Денежная база	–676	–104	–3	–146	–148	203	1179
Прочие пассивы	–591	–93	1435	–466	970	294	208
Итого по пассиву	–343	407	2220	–303	1915	512	65

* Статья «кредиты и депозиты» включает кредиты, депозиты и другие требования ЦБ к кредитным и другим финансовым организациям и в незначительном размере – требования к государственным нефинансовым организациям. Статья «обязательства перед расширенным правительством» включает изменение капитала ЦБ. Статья «прочие пассивы» отражает переоценку международных резервов, а также включает депозиты других секторов, главным образом нефинансовых государственных предприятий, и чистые, не указанные в Обзоре ЦБ пассивы.

Остатки на счетах правительства в ЦБ с января по октябрь быстро росли, но использовались они по-разному. В I квартале избыточные доходы бюджета, по сути дела, стерилизовались, во II квартале – использовались для прироста международных резервов, и только в III квартале и в октябре 2011 г. прирост остатков на счетах правительства использовался для кредитования частного сектора – банков и других финансовых организаций. О том, насколько масштабным был этот прирост кредита частному сектору, можно судить по следующим данным. В 2009 г. кредит ЦБ частному сектору сократился на 1909 млрд руб., в 2010 г. – на 1377 млрд руб.; за июль–октябрь 2011 г. прирост кредита ЦБ частному сектору составил 927 млрд руб., причем почти половина этой суммы (443 млрд руб.) пришла на октябрь. Можно говорить о качественном изменении денежно-кредитной политики Центрального банка во втором полугодии 2011 г., об отказе (по крайней мере частичном) от жесткой денежно-кредитной рестрикции. Гибкая кредитная политика ЦБ до некоторой степени уравновешивала (или по крайней мере смягчала) негативные последствия жесткой бюджетно-финансовой

рестрикции, потому что избыточные средства бюджета во втором полугодии 2011 г. использовались для кредитования банковской системы и других финансовых посредников и, таким образом, вновь вливаются в экономику.

В ноябре впервые с начала года бюджет был сведен с дефицитом (хотя и относительно небольшим). Обязательства ЦБ перед расширенным правительством практически не выросли (что соответствовало ситуации бюджетного дефицита). Международные резервы (в рублях) выросли исключительно за счет снижения курса рубля. Следовательно, эмиссия денег ЦБ для покупки иностранной валюты не осуществлялась. Тем не менее денежная база в ноябре, впервые с начала года, не сократилась, а выросла и явилась единственным реальным ресурсом для активных операций Центрального банка. При этом прирост денежной базы четко корреспондировал с приростом кредитов, предоставленных коммерческим банкам, и размещенными в них депозитами. *Таким образом, сезонное расширение денежной базы, начавшееся в ноябре, теперь полностью использовалось для кредитования банковского сектора.* В результате, несмотря на отсутствие бюджетного избытка, размещаемого в коммерческих банках, прирост кредитов ЦБ коммерческим банкам в ноябре продолжался, хотя и значительно меньшими темпами, чем в октябре 2011 г.

В декабре 2011 г. дефицит федерального бюджета резко возрос. Расходы федерального бюджета за декабрь 2011 г. превысили его доходы почти на 940 млрд руб. Дефицит финансировался главным образом за счет сокращения остатков на счетах правительства в Центральном банке. Сезонный предновогодний всплеск расходов бюджета привел к росту денежной базы, *но исключительно за счет сокращения остатков на счетах правительства*, так что рост денежной базы в декабре не сказался на активных операциях Банка России: прирост внутреннего кредита ЦБ был близок к нулю.

Кредитная активность коммерческих банков и взаимное кредитование институциональных секторов российской экономики

Теперь рассмотрим, как изменения политики ЦБ сказывались на структуре ресурсов и кредитной активности коммерческих банков. Аналитическая группировка статей Обзора кредитных организаций за 2011 г. представлена в таблице 14. Как видно из этой таблицы, обязательства кредитных организаций перед Центральным банком сокращались в I квартале 2011 г.¹¹, оставались примерно на прежнем уровне во II квартале и, начиная с III квартала, стали существенно увеличиваться. Наряду с кредитами Банка России (сформировавшимися, как было показано выше, в основном за счет обязательств ЦБ перед правительством) источником ресурсов коммерческих банков непосредственно служили средства федеральных и местных властей, размещаемые в коммерческих банках. В течение трех первых кварталов 2011 г. обязательства коммерческих банков перед федеральным правительством и местными властями увеличивались нарастающим темпом. Вливание в кредитную систему бюджетных средств позволило наращивать кредиты нефинансовым корпорациям и домохозяйствам, несмотря на сокращение денежной базы. Впервые кредиты домохозяйствам росли быстрее, чем их депозиты, так что во III квартале 2011 г. сектор домашних хозяйств перестал быть чистым кредитором банковской системы.

11. Обязательства коммерческих банков перед ЦБ, резко возросшие на острой фазе кризиса в конце 2008 г., затем сокращались в течение 2009, 2010 и I квартала 2011 г. Во II квартале 2011 г. они практически не изменились.

Таблица 14. Аналитическое представление Обзора кредитных организаций за 2011 г., млрд руб.

	I квартал	II квартал	III квартал	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	IV квартал	Год
Сбережение кредитных организаций	177	48	293	114	67	32	213	731
Прирост пассивов								
Иностранное обязательство		147	642		388	95	245	868
Обязательства перед правительством	234	457	651					481
Обязательства перед ЦБ		5	212	451	212	24	687	895
Депозиты населения	194	497	410		189	807	952	2053
Обязательства перед корпорациями		55	958		537	1194	1594	2489
Перегасовка активов								
Сокращение резервов ликвидности	532	387	222	146				422
Сокращение требований к правительству				22	13			
Итого ресурсов	1138	1595	3389	732	1406	2153	4292	7940
Прирост активов								
Иностранное активы	133	278	837	32	344	13	389	1637
Резервы ликвидности					150	715	719	
Государственный долг	194	61	371			139	104	730
Кредиты населению	74	400	545	123	170	227	520	1529
Кредиты корпорациям	444	855	1636	55	609	435	1099	4044
Сокращение обязательств								
Иностранное обязательства	166			238				

Окончание табл. 14

	I квартал	II квартал	III квартал	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	IV квартал	Год
Обязательства перед ЦБ	9							
Обязательства перед правительством				102	133	626	861	
Обязательства перед населением				44				
Обязательства перед корпорациями	118			137				
Итого использование	1138	1595	3389	732	1406	2153	4292	7940

В течение января–октября одним из важнейших ресурсов кредитных организаций было сокращение резервов ликвидности, т.е. обязательств Центрального банка. В I квартале года за счет сокращения резервов ликвидности формируется около половины ресурсов кредитных организаций.

В сумме прирост заимствований у расширенного правительства (включая ЦБ) и сокращение обязательств расширенного правительства (главным образом – резервов ликвидности) были основными источниками ресурсов кредитных организаций в течение первых трех кварталов года.

В ноябре, в условиях возобновившегося бюджетного дефицита, остатки на счетах правительства в кредитных организациях стали сокращаться, однако обязательства перед Центральным банком продолжали расти. Центральный банк продолжил кредитование коммерческих банков, но теперь уже не за счет остатков на счетах бюджета, а за счет увеличения денежной базы. Расширение денежного предложения ЦБ, очевидно, способствовало поддержанию кредитной активности банков и росту депозитов, главным образом – депозитов корпораций. В декабре, как уже говорилось, сезонное расширение денежной базы было связано не с активными операциями ЦБ, а с уменьшением остатков на счетах правительства. Тем не менее увеличение денежного предложения ЦБ, даже в условиях свертывания его активных операций, сопровождалось ростом

депозитов домашних хозяйств и корпораций. Банки смогли и дальше наращивать объем кредитования, но большую часть сезонного прироста своих ресурсов благоразумно предпочли использовать для увеличения резервов ликвидности.

Теперь от рассмотрения валового кредитования и валового заимствования банковского сектора перейдем к рассмотрению *чистого кредитования и чистого заимствования*. Такое рассмотрение позволяет представить процесс перераспределения сбережений между секторами экономики при посредстве банковской системы.

Таблица 15. Чистое кредитование и чистое заимствование банковской системы по институциональным секторам российской экономики в 2011 г., млрд руб.

	I квартал	II квартал	III квартал	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	Год
Чистое кредитование, всего	860	932	1007	710	130	1453	2323
Кредитные организации	177	48	293	114	67	32	731
ЦБ и правительство	563	788	714	597			1068
Домохозяйства	120	97			19	580	524
Корпорации						759	
Остальной мир					44	82	
Чистое заимствование, всего	-860	-932	-1007	-710	-130	-1453	-2323
Остальной мир	-299	-131	-195	-270			-769
ЦБ и правительство				-80	-58	-1453	
Домохозяйства			-135	-167			
Корпорации	-562	-800	-678	-192	-72		-1554

Таблица 16. Чистое кредитование и чистое заимствование банковской системы по институциональным секторам российской экономики в 2011 г., в % к итогу

	I квартал	II квартал	III квартал	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	Год
Чистое кредитование, всего	100	100	100	100	100	100	100
Кредитные организации	20,6	5,1	29,1	16,0	51,5	2,2	31,5
ЦБ и правительство	65,5	84,5	70,9	83,9			46,0
Домохозяйства	14,0	10,4			14,6	39,9	22,5
Корпорации						52,2	
Остальной мир					33,8	5,6	

Окончание табл. 16

	I квартал	II квартал	III квартал	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	Год
Чистое заимствование, всего	100	100	100	100	100	100	100
Остальной мир	34,7	14,1	19,3	38,1			33,1
ЦБ и правительство				11,3	44,6	100	
Домохозяйства			13,4	23,6			
Корпорации	65,3	85,9	67,3	27,1	55,4		66,9

Как видно из таблиц 15 и 16, в течение января—октября 2011 г., когда бюджет сводился с крупным избытком, расширенное правительство, включая ЦБ, оставалось основным чистым кредитором остальных секторов экономики, а домохозяйства из чистого кредитора превратились в чистого заемщика. Нужно подчеркнуть, что даже в те месяцы и кварталы 2011 г., когда домохозяйства выступали в качестве чистого кредитора банковской системы, их роль в чистом кредитовании остальных секторов была невелика по сравнению с предшествующими годами. По итогам года домохозяйства оказались чистым кредитором банковской системы, но почти исключительно за счет сезонного роста их депозитов в последнем месяце года.

В ноябре—декабре 2011 г., когда бюджет вновь стал дефицитным, расширенное правительство превратилось в чистого заемщика. Для сравнения в таблице 17 представлена структура чистого кредитования и чистого заимствования кредитных организаций в 2010 и 2011 гг.

Таблица 17. Структура чистого кредитования и чистого заимствования кредитных организаций в 2010 и 2011 г., в % к итогу

	2010	2011		2010	2011
Валовое сбережение кредитных организаций	24,6	31,5	Чистое кредитование		
Чистое заимствование			Корпорации	20,0	66,9
Остальной мир	8,5	—	Остальной мир	—	33,1
Правительство и Центральный банк	—	46,0	Правительство и Центральный банк	80,0	—
Домохозяйства	66,9	22,5			
Итого, валовое сбережение и чистое заимствование банков	100	100	Итого, чистое кредитование банками	100	100

Как видно из таблицы 17, роль кредитных организаций как посредников в перераспределении сбережений между институциональными секторами в 2011 г. качественно изменилась по сравнению с 2010 г. В 2010 г. банки абсорбировали главным образом сбережения домохозяйств и предоставляли дополнительные средства расширенному правительству и корпорациям. Чистое кредитование, предоставляемое домохозяйствами банкам, составляло в 2010 г. $2/3$ ресурсов банковского сектора. В условиях бюджетного дефицита кредитование расширенного правительства (включая ЦБ) и погашение задолженности перед расширенным правительством в 2010 г. поглощали 80 % ресурсов коммерческих банков, чистое кредитование корпораций — 20 %. Остальной мир выступал как чистый кредитор.

Напротив, в 2011 г. основным чистым кредитором банковской системы стало расширенное правительство. Банки получили возможность качественно увеличить перераспределение сбережений в пользу корпораций. Чистое кредитование корпораций поглотило $2/3$, а чистое кредитование остального мира (включая погашение обязательств банков перед остальным миром) — около $1/3$ ресурсов банков.

Главные отличия ситуации 2011 г. — это превращение расширенного правительства (включая ЦБ) в основного чистого кредитора и уменьшение роли чистого кредитования остальных секторов домашними хозяйствами. Причем по итогам первых трех кварталов роль правительства и Центрального банка в качестве чистых кредиторов была значительно большей, а роль домохозяйств — значительно меньшей, чем по итогам за год. Однако в условиях возобновившегося бюджетного дефицита и сохраняющейся тенденции к росту конечного потребления домашних хозяйств прогнозируемое повышение и даже сохранение достигнутого уровня кредитования нефинансовых корпораций представляется проблематичным.

Конечно, система коммерческих банков — не единственный финансовый посредник; кроме того, часть взаимного кредитования секторов осуществляется без финансового посредничества. Кредитование (и заимствование) остального мира осуществляют не только банки, но и нефинансовые корпорации, и расширенное правительство, и домохозяйства. Кредитование расширенного правительства осуществляют не только банки, но и корпорации (при-

рост запаса государственных облигаций), и домохозяйства (прирост запаса наличных денег), и т.д. Поэтому взаимное кредитование секторов посредством банковской системы и по экономике в целом существенно различаются.

Таблица 18. Взаимное кредитование институциональных секторов российской экономики в 2011 г., млрд руб.

Кредиторы	Заемщики						
	остальной мир	правительство	ЦБ	домашние хозяйства	корпорации	кредитные организации	итого кредитование
Остальной мир		-15	-9		1063	868	1907
Правительство	21					481	502
ЦБ	426	-15				895	1306
Домохозяйства	103		876			2053	3032
Корпорации	2683	176				2489	5348
Кредитные организации	1637	730	-422	1529	4044		7518
Итого заимствования	4870	876	445	1529	5107	6786	19613
Итого кредитование	1907	502	1306	3032	5348	7518	19613
Чистое кредитование (+), чистое заимствование (-)	-2963	-374	861	1503	241	732	
Чистое кредитование (+), чистое заимствование (-), в % ВВП	-5,4	-0,7	1,6	2,8	0,4	1,3	

Комбинируя данные национальных счетов, платежного баланса, банковской и финансовой статистики, получаем таблицу 18, дающую представление о взаимном кредитовании институциональных секторов в экономике в целом¹². Доступная информация позво-

12. В платежном балансе, в счете движения капитала выделяются следующие сектора: сектор государственного управления, органы денежно-кредитного регулирования, банки и «прочие сектора». В число «прочих секторов» входят нефинансовые корпорации, финансовые корпорации и кредитные организации (кроме банков) и домохозяйства.

Прирост иностранных активов сектора государственного управления и органов денежно-кредитного регулирования включает в себя изменение официальных валютных резервов. К активам

ляет построить такие таблицы за каждый квартал и с лагом в один квартал, даже за каждый месяц.

Как видно из таблицы 18, крупнейшим чистым кредитором по экономике в целом был сектор домашних хозяйств, единственным чистым заемщиком — остальной мир.

Результаты проведенных нами расчетов кардинально расходятся с прогнозами и оценками Минэкономразвития. Таблица 19 позволяет сравнить данные о чистом кредитовании и чистом заимствовании секторов российской экономики (в % к ВВП), рассчитанные авторами на основе национальных счетов, платежного баланса, банковской и финансовой статистики, и соответствующие показатели, содержащиеся в прогнозе Минэкономразвития. Согласно оценке Минэкономразвития, основным чистым заемщиком в 2011 г. были нефинансовые корпорации; согласно нашим расчетам, единственным чистым заемщиком в 2011 г. был остальной мир, в его кредитовании участвовали все сектора внутренней экономики¹³. Чистое кредитование, предоставленное домохозяйствами, в докладе Минэкономразвития преувеличено более чем вдвое.

сектора государственного управления относится изменение стабилизационных фондов, к активам органов денежно-кредитного регулирования относится разность между изменением официальных резервов и стабилизационных фондов.

К приросту иностранных активов домохозяйств мы относим прирост запаса иностранной валюты и «другие активы». Прирост иностранных активов кредитных организаций мы принимаем по данным «Обзора кредитных организаций». Вычитая из общей суммы прироста активов по платежному балансу (переведенному в рубли) прирост активов сектора государственного управления, органов денежно-кредитного регулирования, домохозяйств и кредитных организаций, получаем прирост активов «корпораций», в состав которых входят нефинансовые корпорации и финансовые корпорации, кроме кредитных организаций.

13. Нужно иметь в виду, что сектора, выделяемые в национальных счетах и в документах Минэкономразвития, не вполне тождественны секторам, которые представлены в таблице 16. Так, в таблице 16 в состав сектора «корпорации» включаются не только нефинансовые корпорации, но и часть финансовых корпораций (кроме кредитных организаций). Поэтому вполне возможно, что нефинансовые корпорации были в 2011 г. не чистым кредитором, а чистым заемщиком, но масштабы чистого заимствования нефинансовых корпораций, очевидно, были невелики и не соответствовали оценкам Минэкономразвития.

Таблица 19. Чистое кредитование и чистое заимствование институциональных секторов российской экономики, в % к ВВП

По национальным счетам, платежному балансу, банковской и финансовой статистике за 2011 г.		По оценке Минэкономразвития на 2011 г., представленной в сентябре 2011 г.	
Чистое кредитование			
Кредитные организации	1,3	Финансовые корпорации	3,1
Правительство и Центральный банк	0,9	Сектор государственного управления	0,6
Домохозяйства	2,8	Домохозяйства	5,9
Корпорации	0,4	НКООДХ	0,1
Итого	5,4	Итого	9,7
Чистое заимствование			
Остальной мир	5,4	Остальной мир	2,3
		Нефинансовые корпорации	7,4
Итого	5,4	Итого	9,7

Минэкономразвития прогнозирует, что превращение правительства в чистого заемщика и постепенное уменьшение чистого кредитования домохозяйствами других секторов будет восполнено главным образом за счет внешних заимствований. Расчеты Минэкономразвития, содержащиеся в Прогнозе на 2012 г. и плановый период 2013–2014 гг., представлены в таблице 20.

Таблица 20. Чистое кредитование (+)/чистое заимствование (–) институциональных секторов (по прогнозу Минэкономразвития), в % к ВВП

	2011	2012	2013	2014
Нефинансовые корпорации	–7,4	–8,3	–8,8	–8,7
Финансовые корпорации	3,1	3,2	3,3	3,4
Государственное управление	0,6	–0,3	–1,0	–0,6
Домашние хозяйства	5,9	4,7	3,6	2,6
НКООДХ*	0,1	0,1	0,1	0,1
Остальной мир**	–2,3	0,6	2,8	3,2

* Цифры, приведенные в прогнозе Минэкономразвития, округляются до 0,1% ВВП.

** Данные о кредитовании остального мира принимаются как сальдирующая величина.

Как видно из этой таблицы, согласно прогнозу Минэкономразвития, сектор государственного управления уже в 2012 г. превратится в чистого заемщика (бюджет будет сводиться с дефицитом). Роль сектора домашних хозяйств в качестве чистого кредитора будет постепенно уменьшаться (ход событий, очевидно, опережает

прогнозы). Тем не менее доля чистого кредитования нефинансовых корпораций в ВВП возрастет. *Практически единственным источником, обеспечивающим рост чистого кредитования нефинансовых корпораций, в соответствии с прогнозами Минэкономразвития, оказывается остальной мир, который из чистого заемщика превращается в чистого кредитора.* Другими словами, предусматриваются массивированные чистые внешние заимствования российской экономики, и только благодаря внешним заимствованиям оказываются возможными намечаемый темп валового накопления и экономический рост.

Можно ли согласиться с прогнозом Минэкономразвития, согласно которому дальнейший рост российской экономики можно финансировать за счет чистого заимствования у остального мира? В обоснованности такого прогноза есть все основания усомниться. Ввоз капитала давно уже перестал быть фактором роста российской экономики. Как видно из таблицы 21, ввоз капитала сопровождается нарастающим вывозом прибыли иностранных инвесторов, который с лагом в 1–2 года количественно уравнивает ввоз капитала. Улучшение счета операций с капиталом и финансовыми инструментами платежного баланса почти автоматически ведет к равновеликому ухудшению счета текущих операций.

Таблица 21. **Ввоз капитала и вывоз инвестиционных доходов, млрд долл.**

Год	Ввоз капитала	Вывоз прибыли	Вывоз прибыли в % от ввоза капитала	Вывоз прибыли в % от ввоза капитала в предшествующем году
2004	36,7	23,3	63,5	83,5
2005	53,4	33,5	62,7	91,2
2006	68,2	53,1	77,9	99,4
2007	208,0	68,2	32,8	100,1
2008	100,2	92,8	92,6	44,6
2009	6,4	61,3	961,0	61,2
2010	44,0	73,8	168,9	1158,2
2011	65,0	86,6	133,2	196,8
Всего за 2004–2011	581,9	492,6	84,7	

В 2004–2006 гг. объем вывоза прибыли иностранных инвесторов быстро приближался к объему ввоза капитала в предшеству-

ющем году и в 2007 г. превысил этот уровень. Аномальный всплеск вывоза капитала в 2007 г. привел к тому, что вывоз прибыли в 2008 г. составил лишь 45% от вывоза капитала в предшествующем 2007 г.

После кризиса вывоз прибыли иностранных инвесторов постоянно превышал ввоз капитала как в предшествующем, так и в текущем году. В 2010 г. (первом году после кризиса) вывоз прибыли превысил ввоз капитала в предшествующем 2009 г. более чем на порядок, а в течение первых трех кварталов 2011 г. вывоз прибыли превысил ввоз капитала за первые три квартала 2010 г. в 2,3 раза. Как нам представляется, приведенные расчеты ясно показывают, что рост внешних заимствований не может восполнить недостаток внутренних ресурсов финансирования инвестиций в производственный капитал.

Сказанное, однако, не означает, что российская экономика не обладает ресурсами, позволяющими заместить чистое кредитование нефинансовых корпораций сектором домашних хозяйств или в условиях бюджетного профицита — сектором государственного управления. Главные, пока не использованные источники внутреннего кредитования и накопления капитала, по нашему мнению, таковы:

1. Постепенное сведение к нулю чистого вывоза капитала и доходов иностранных инвесторов, которые в сумме составляли в последние годы 7–8% ВВП. В таком случае доля валового накопления в ВВП могла быть увеличена ориентировочно до 30%, без уменьшения доли расходов на конечное потребление. В той мере, в какой чистый вывоз капитала и прибыли осуществляют банки и домохозяйства, могло быть увеличено кредитование нефинансовых корпораций.

Но это возможно лишь при условии восстановления валютного контроля как над вывозом, так и над ввозом капитала. Если чистый вывоз капитала и инвестиционных доходов по-прежнему останется неуправляемым, в ближайшие годы вполне возможна ситуация, когда чистый экспорт сократится (либо в результате роста импорта, либо в результате падения цен экспорта), а вывоз доходов и капиталов будет покрываться за счет сокращения официальных резервов, как это было в конце 2008 г. В меньших масштабах часть вывоза капитала финансировалась за счет сокращения валютных резервов во втором полугодии 2011 г.

2. Использование эмиссионного ресурса ЦБ для наращивания внутреннего кредита. В январе—октябре 2011 г. денежная база сокращалась, следовательно, потенциальные возможности эмиссии Центрального банка вообще не использовались. В предшествующие годы прирост денежной базы использовался для покупки иностранной валюты, а масштабы эмиссии Центрального банка определялись давлением валютного рынка и возможностями уравновесить это давление, ограничивая расходы бюджета. Сведение к нулю чистого экспорта позволило бы полностью использовать прирост денежной базы для наращивания внутреннего кредита. Использование денежной эмиссии ЦБ для монетизации федерального долга обеспечило бы беспроцентное и безвозмездное финансирование бюджетного дефицита в пределах 3–4% ВВП.

3. Ограничение возможностей вывоза капитала повысит спрос на обязательства правительства и приведет к снижению всего спектра ставок процента. Правительство сможет расширить дефицитное финансирование своих расходов (прежде всего — централизованных инвестиций) за пределы, определяемые эмиссионным ресурсом.

4. Избыточные международные резервы можно использовать для кредитования нефинансовых корпораций (в пределах оплаты инвестиционного импорта). Примем, что из 500 млрд долл. официальных резервов 400 млрд могут составить фонд кредитования нефинансовых корпораций; в рублях этот фонд составит округленно 12 трлн руб., или ориентировочно 23% ВВП. Другими словами, правительство могло бы в течение десяти лет кредитовать нефинансовые корпорации в размере 2,3% от ВВП 2011 г. (и несколько меньшую долю от ВВП последующих лет, с учетом его роста). При этом правительство могло бы регулировать распределение выделяемых средств между отраслями и видами экономической деятельности, оказывать решающее воздействие на ставки по кредитам и доходность ценных бумаг. В этом случае чистый экспорт товаров и услуг сменится чистым импортом, в чем, собственно, нет ничего плохого, если чистый импорт будет финансироваться не за счет внешних заимствований, а за счет сокращения избыточных валютных резервов и других иностранных активов правительства и частного сектора.

Ставка процента, рентабельность активов и инвестиционный спрос

В январе–октябре 2011 г. резервы банковской ликвидности не увеличивались, а сокращались. Банки предпочитали не наращивать резервы ликвидности, а расширять кредитование корпораций и особенно домохозяйств. Это вызвало разнонаправленное движение процентных ставок на межбанковском рынке (рынке ликвидности) и ставок по кредитам.

Таблица 22. Процентные ставки в 2010 г.

	I квартал	II квартал	III квартал	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	IV квартал
Межбанковская ставка	3,8	2,9	2,6	2,6	2,7	3,2	3,0	3,0
Депозитная ставка, кроме депозитов до востребования	7,4	6,2	5,4	5,7	5,6	5,6	5,5	5,6
Ставка по кредитам	12,8	11,4	10,0	9,7	8,9	9,1	9,1	9,1
Снижение ставки по кредитам (–), рост (+), п.п.	–1,1*	–1,4	–1,4	–0,3	–0,8	+0,2	0	–0,9

* В IV квартале 2009 г. средневзвешенная ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациям сроком до 1 года составляла 13,9%.

Таблица 23. Процентные ставки в 2011 г.

	I квартал	II квартал	III квартал	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	IV квартал
Межбанковская ставка	2,9	3,6	4,2	4,5	4,9	5,0	5,4	5,1
Депозитная ставка, кроме депозитов до востребования	5,4	5,3	5,1	5,1	5,6	6,6	6,9	6,4
Ставка по кредитам	8,7	8,3	8,0	8,0	8,6	8,8	9,3	8,9
Снижение ставки по кредитам (–), рост (+), п.п.	–0,4	–0,4	–0,3	+0,1	+0,6	+0,2	+0,5	+0,9

Как видно из таблиц 22 и 23, ставка по кредитам снижалась, поскольку банки стремились разместить свои ресурсы в доходные активы (а не в резервы ликвидности), а ставка межбанковского рынка повышалась, что отражало напряженное состояние на рынке ликвидности. В ноябре, когда бюджет стал дефицитным, а приток бюджетных средств на депозиты в ЦБ сменился ростом заимствований правительства у коммерческих банков, поступательное снижение ставки по кредитам сменилось ее повышением.

На среднесрочном отрезке времени выбор между реальными инвестициями и спросом на иностранные активы, в значительной мере, зависит от доходности тех или иных активов, а также от соотношения доходности инвестиций и ставки процента. Снижение доли накопления в ВВП и повышение доли текущего потребления и доли вывоза капитала по крайней мере частично объясняется тем, что доходность основных отраслей промышленности далеко не достигла докризисного уровня. Снижение ставки по кредитам, достигнутое в 2010–2011 гг., не компенсирует снижение доходности активов.

В таблице 24 отрасли, в которых рентабельность активов в 2011 г. была выше средневзвешенной ставки по кредитам, помещены в строках, расположенных выше строки «ставка по кредитам». К числу этих отраслей относятся только добыча топливно-энергетических ресурсов, металлургия и химическое производство. Именно эти отрасли в сегодняшних условиях могут быть привлекательны для инвесторов. Остальные отрасли промышленности расположены ниже строки «ставка по кредитам».

Как видно из таблицы 24, рентабельность активов по экономике в целом в 2007 г. была несколько выше ставки по кредитам, что создавало благоприятные перспективы для инвестиций. В машиностроении рентабельность активов хотя и не достигала ставки по кредитам, но была все же с ней соизмерима (6,8% рентабельность в машиностроении, 10% ставка по кредитам), что предполагало наличие широкого круга рентабельных проектов. В 2011 г. рентабельность в машиностроении была более чем в два раза ниже уровня 2007 г. и ориентировочно в 4 раза ниже ставки по кредитам.

Инвестиции в обрабатывающие отрасли, очевидно, непривлекательны, сырьевые отрасли в высокой степени монополизиро-

ваны, и, по крайней мере отчасти вследствие этого инвесторы предпочитают инвестировать в иностранные активы или увеличивать текущее потребление.

Таблица 24. Рентабельность активов по видам деятельности (в %)

		2004	2007	2008	2009	2010	2011
Добыча топливно-энергетических ресурсов	I–III кварталы		12,23	14,56	8,53	10,27	14,25
	Год	12,43	16,47	12,9	11,32	14,1	
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	I–III кварталы	21,12	20,76	18,38	4,44	8,79	8,19
	Год		23,96	16,56	6,47	11,14	
Химическое производство	I–III кварталы	6,71	10,9	20,88	3,62	9,01	12,44
	Год	9,76	15,31	22,32	5,19	12,34	
Ставка по кредитам, процентов годовых		11,4	10,0	12,2	15,3	10,8	8,3*
Производство машин и оборудования	I–III кварталы		5,41	5,68	1,79	2,52	1,49
	Год	4,46	6,8	5,93	4,23	2,81	
Производство пищевых продуктов	I–III кварталы		3,47	3,26	2,77	2,43	1,68
	Год	4,9	5,47	5,07	6,47	5,3	
Текстильное и швейное производство	I–III кварталы	–0,89	1,44	1,88	0,1	0,51	2,45
	Год	–0,61	1,94	1,01	0,43	0,81	
Экономика в целом	I–III кварталы	5,83	6,66	6,82	3,8	5,09	5,47
	Год	7,81	10,46	6,01	5,73	6,82	

* Данные за I–III кварталы 2011 г.

Преодоление стагнации инвестиций требует комплексной политики, включающей мобилизацию сбережений в государственные заимствования и массированные государственные инвестиции, поддержание спроса на продукцию обрабатывающих производств, снижение цен первичных ресурсов и издержек, налоговые льготы для корпораций, осуществляющих инвестиции в приоритетных отраслях, и т.д. При сохранении существующих соотношений между рентабельностью активов в различных отраслях, между рентабельностью и ставкой по кредитам неизбежна хроническая стагнация накопления основного капитала. В литературе неоднократно высказывались предложения о восстановлении валютного контроля и соответствующего изменения законодательства, с чем авторы вполне согласны. Действительно, восстановление валютного контроля может замедлить вывоз капитала и ограничить неоправданные внешние заимствования, но сами по себе меры валютного контроля не

способны обеспечить трансформацию спроса на иностранные активы в спрос на внутренние инвестиции в реальный капитал. Между тем ни в одном прогнозном или программном документе экономических ведомств РФ вопросы о рентабельности различных видов деятельности и о соотношении рентабельности и процентных ставок вообще не поднимаются.

Фактор долговременного роста: капиталоемкость прироста выпуска

Темп роста экономики зависит не только от сбережений и инвестиций, но и от капиталоемкости прироста выпуска и совокупного дохода. Изменения капиталоемкости прироста совокупного дохода могут отражать качественно различные процессы. В частности, возрастание капиталоемкости может отражать ограниченность природных ресурсов и хорошо известный закон убывающей отдачи от дополнительных вложений труда и капитала (известный в русской литературе XIX–XX веков как *закон убывающего плодородия почвы*). Действию этого закона подвержены прежде всего добывающие отрасли, но косвенным образом, посредством удорожания первичных ресурсов, закон убывающей отдачи сказывается и на обрабатывающих отраслях, если его воздействие не уравнивается техническим прогрессом. Убывающая эффективность приложения труда и капитала к ограниченным природным ресурсам в конце концов может приводить к ситуации, когда требуются массивные капиталовложения *для поддержания прежних объемов производства*, а при недостаточных для этого, хотя и положительных, дополнительных инвестициях производство сокращается. В такой ситуации страна должна искать решение проблемы первичных ресурсов на внешних рынках.

Далее, капиталоемкость прироста производства изменяется в зависимости от фазы цикла. Во время депрессии запланированные и осуществляемые инвестиции не сопровождаются ростом производства. Более того, производство сокращается, так что говорить о положительной капиталоотдаче или о капиталоемкости прироста *на данном отрезке времени* не приходится. Во время выхода из депрессии, когда в экономике существует избыток незагруженных мощностей, относительно небольшие инвестиции сопровождаются

значительным ростом производства; по мере того как дальнейший рост будет опираться на расширение и обновление основного капитала, капиталоемкость роста будет возрастать. Это в равной мере относится как к добывающим, так и к обрабатывающим отраслям. Конечно, возможен технический прогресс, экономящий затраты капитала, тогда, *при прочих неизменных условиях*, капиталоемкость прироста не растет, а снижается, однако применительно к российской экономике в обозримой перспективе этот случай можно не рассматривать.

В таблице 25 представлены данные о валовых инвестициях и темпах прироста производства в добыче топливно-энергетических ресурсов и в обрабатывающих отраслях российской экономики за 2003–2007 и 2010 гг. (кризисные 2008 и 2009 гг. мы пропускаем). Динамика отношения валовых инвестиций к темпам прироста выпуска дает представление об изменении капиталоемкости прироста в добывающих и обрабатывающих отраслях. Как видно из этой таблицы, на рассматриваемом отрезке времени валовые инвестиции в добычу топливно-энергетических ресурсов и в обрабатывающие производства количественно почти совпадают, но динамика капиталоемкости прироста резко расходится. В 2003 г., по-видимому, производство еще могло расширяться за счет простаивавших мощностей, сохранившихся от прежних периодов, поэтому в обеих группах производств инвестиции на единицу прироста были относительно невелики. При этом дополнительные инвестиции в добычу топливно-энергетических полезных ископаемых оказываются даже более эффективными, чем инвестиции в обрабатывающую промышленность.

Таблица 25. **Капиталоемкость прироста выпуска в добыче топливно-энергетических ресурсов и обрабатывающих отраслях российской промышленности**

		2003	2004	2005	2006	2007	2010
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	Темп прироста производства, в %	10,3	7,7	2,0	2,7	2,6	3,1
	Валовые инвестиции в основной капитал, млрд руб.	315,6	401,6	447,0	627,2	838,4	1272,0
	Инвестиции в основной капитал на 1% прироста производства, млрд руб.	30,8	52,2	223,5	232,2	322,1	410,3

Окончание табл. 25

		2003	2004	2005	2006	2007	2010
Обрабатывающие производства	Темп прироста производства, в %	10,3	10,5	7,5	8,4	10,4	11,8
	Валовые инвестиции в основной капитал, млрд руб.	341,9	470,3	594,0	737,0	986,4	1299,5
	Инвестиции в основной капитал на 1% прироста производства, млрд руб.	33,2	44,8	79,2	87,7	94,8	110,1

Затем, начиная с 2004 г., капиталоемкость 1% прироста выпуска быстро увеличивается, причем эффективность вложений в добывающую и обрабатывающую промышленность стремительно расходуется. В 2004 г. капиталоемкость 1% прироста в добыче топливно-энергетических ресурсов еще соизмерима с капиталоемкостью прироста в обрабатывающих отраслях, однако, начиная с 2005 г., разрыв между ними измеряется в размах. Очевидно, что динамика капиталоемкости прироста производства в добывающих и обрабатывающих отраслях отражает качественно различные процессы.

Стремительный рост валовых инвестиций при весьма умеренном и неравномерном росте производства в добыче топлива свидетельствует о том, что все большие вложения требуются для поддержания достигнутого уровня производства, а возможности эффективного расширения выпуска исчерпаны. Если бы внутренние потребности страны не могли быть удовлетворены без увеличения поставок энергоносителей, были бы все основания не добиваться дальнейшего роста добычи любой ценой, а прибегнуть к импорту. Но Россия экспортирует половину добываемой нефти, половину производимых нефтепродуктов и более четверти добываемого газа. Внутренние потребности *пока* могут удовлетворяться даже при сокращении добычи и переработки энергоносителей.

Внутреннее потребление составляет четверть добываемой и перерабатываемой в России нефти и менее 3/4 добываемого газа. В 1989 г., последнем относительно благополучном году существования Советского Союза, экспортировалось немногим более 20% нефти и 12% газа, соответственно внутри страны потреблялось около 80% нефти и 88% газа. С тех пор добыча энергоносителей на территории России выросла примерно на 15%, однако при этом Россия экспор-

тирует больше, чем экспортировал весь СССР в 1989 г., – нефти в 2 раза больше, нефтепродуктов – в 2,3 раза, газа – в 1,7 раза. Соответственно, сократилось внутреннее потребление энергоносителей, зеркальным отражением которого является уровень производства в обрабатывающих отраслях. Если добыча топлива в 2010 г. составляла 122% от уровня 1991 г., то обрабатывающие производства – всего 79%. При этом металлургическое производство и производство пищевых продуктов составляло 92–93% от уровня 1991 г., производство машин и оборудования – 49%, текстильное и швейное производство – менее 25%.

При сохранении нынешнего уровня экспорта и внутреннего потребления энергоносителей диверсификация экономики, восстановление и развитие несырьевых отраслей невозможны. Теоретически вполне реальны как сокращение общего объема добычи энергоносителей, так и увеличение их внутреннего потребления по мере роста экономики. Перераспределение инвестиций между добывающими и обрабатывающими отраслями приведет к снижению приростной капиталоемкости по экономике в целом и качественно повысит темпы роста выпуска и совокупного дохода.

Необходимостью масштабных инвестиций в нефтегазовый комплекс оправдывается постоянное опережающее повышение внутренних цен на энергоносители. «Рост регулируемых цен на газ на 2012–2014 гг. предполагается в размере 15% в год для всех категорий потребителей», – говорится в прогнозе Минэкономразвития¹⁴. Рост цен на энергоносители генерирует инфляцию, повышает издержки и снижает рентабельность всех отраслей экономики, сдерживает экономический рост и повышение уровня жизни. Кроме того, добывающие отрасли поглощают половину инвестиций, направляемых в промышленность. Как говорится в цитированном выше прогнозе, в рассматриваемом периоде инвестиции в добывающие отрасли будут по-прежнему доминировать.

Нужно также иметь в виду, что именно нефтегазовые корпорации осуществляют массивные инвестиции за рубежом, приобретая активы в странах, как добывающих, так и потребляющих

14. Прогноз социально-экономического развития РФ на 2012 год и плановый период 2013–2014 гг. С. 82. Официальный сайт Минэкономразвития.

щих энергоносители. Тем большими должны быть внешние и внутренние заимствования.

Если включить в издержки производства капитальные расходы, необходимые для поддержания производства на прежнем уровне, доходность нефтегазового комплекса, вероятно, станет отрицательной. Убыточность нефтегазового комплекса еще более возрастет, если в издержки производства включить необходимые (но ныне не осуществляемые) расходы по охране окружающей среды и компенсации причиненного ей ущерба.

Мировые цены на нефть и рост российской экономики

Широко распространенным, если не общепринятым, является представление, согласно которому темпы роста российской экономики решающим образом зависят от экспортных цен на нефть. Прогнозы и планы Минэкономики, Банка России, Минфина составляются обычно в нескольких вариантах (сценариях), в зависимости от возможных мировых цен на нефть. Чем выше экспортная цена нефти, тем выше темпы роста ВВП, инвестиций, конечного потребления и т.д.

Таблица 26. Экспортные цены на нефть и темп прироста основных индикаторов, в %

	2010	2011 (прогноз)	2011
Средняя цена за нефть, долларов за 1 баррель	78	75	108
ВВП в реальном выражении	4,0	4,2	4,1
Индекс потребительских цен	8,8	6–7	6,5–7,0
Промышленное производство	8,2	3,9	4,8
Инвестиции в основной капитал	6,0	10,0	6,0
Реальные располагаемые денежные доходы населения	4,2	3,6	1,5
Реальная заработная плата	5,2	3,5	3,6
Оборот розничной торговли	6,3	5,0	5,3

Между тем данные официальной статистики отнюдь не подтверждают существование жесткой прямой зависимости темпов роста экономики и уровня цен на нефть. Как видно из таблицы 26, в 2011 г. экспортные цены на нефть выросли по сравнению с предшествующим 2010 г. в 1,4 раза, однако темпы роста ВВП и инвестиций остались на прежнем уровне, рост промышленного производства, реальной заработной платы и реальных располагаемых доходов населения замедлился.

Аналитическое представление платежного баланса за январь–сентябрь 2011 г., позволяющее судить об использовании

валютных поступлений от экспорта нефти, нефтепродуктов и газа, дано в диаграмме 1.

Экспорт товаров и услуг, кроме экспорта нефти, нефтепродуктов и газа 236	Импорт товаров и услуг 415
Экспорт нефти, нефтепродуктов и газа 340	Сальдо текущих доходов и трансфертов 60
	Сальдо операций с капиталом 88
	Прирост валютных резервов 13

Диаграмма 1. Аналитическое представление платежного баланса РФ за 2011 г., млрд долл. США

Как видно из этой диаграммы, импорт товаров и услуг (299 млрд долл.) превышал экспорт товаров и услуг без экспорта нефти, газа и нефтепродуктов (171 млрд долл.) на 128 млрд долл. Следовательно, из 249 млрд долл., поступивших в результате нефтегазового экспорта, 128 млрд использовалось для оплаты импорта. Остальные 121 млрд долл. использовались следующим образом: покрытие сальдо доходов иностранных инвесторов, иностранных рабочих и текущих трансфертов – 47 млрд долл., чистый вывоз капитала – 52 млрд долл., прирост валютных резервов – 21 млрд долл.

Без прироста валютных резервов экономика вполне могла обойтись. Чистый вывоз капитала должен ограничиваться с помощью мер валютного контроля. Кроме того, в значительной мере он сам порождается ростом поступлений от экспорта энергоносителей. Чистый вывоз иностранных доходов в среднесрочной перспективе можно свести к нулю с помощью регулирования ввоза капитала.

Но, как бы то ни было, положительного воздействия на экономическую динамику чистый экспорт капитала, чистый вывоз прибыли иностранных инвесторов и прирост валютных ресурсов непосредственно не оказывают. Таким образом, без потерь для внутренней экономики, с некоторым временным лагом, можно сократить нефтегазовый экспорт почти вдвое. Соответственно, при разумном валютном регулировании экономика не пострадает даже в том случае, если экспортные цены на нефть снизятся почти вдвое, что вполне реально.

Данные об использовании валютных поступлений по нефтегазовому экспорту за 2002–2011 гг. представлены в таблице 27.

Таблица 27. Использование поступлений от экспорта нефти, нефтепродуктов и газа, млрд долл. США

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Цена на нефть, долл. за барр.	21	24	31	45	56	64	91	56	75	108
Экспорт нефти, нефтепродуктов, газа	56	74	100	149	191	218	310	190	254	249
Использование поступлений от экспорта нефти, нефтепродуктов и газа										
Оплата импорта товаров и услуг	20	25	27	44	65	106	155	99	131	128
Баланс текущих доходов и трансфертов	7	14	14	20	31	35	52	43	53	47
Отрицательное сальдо операций с капиталом	18	9	14	23	–	–	142	45	33	52
Прирост валютных резервов за счет экспорта нефти, газа, нефтепродуктов	11	26	45	61	94	77	–	3	37	21
Положительное сальдо операций с капиталом					13	72				
Изменение валютных резервов, всего (прирост (+), уменьшение (–))	11	26	45	61	107	149	–39	3	37	21

Сопоставим данные за благополучный 2006 г. и кризисный 2009 г. И в том, и в другом году цена на нефть была одинаковой – 56 долларов за баррель. Одинаковым был и стоимостной объем экспорта нефти. Правда, в 2009 г. по сравнению с 2006 г. на одну треть

увеличилась оплата импорта товаров и услуг и отрицательное сальдо текущих доходов и трансфертов. Главное же различие заключалось в том, что в 2009 г. наблюдался массивный чистый ввоз капитала (45 млрд долл.), в 2006 г. — чистый ввоз капитала (13 млрд долл.). В итоге прирост валютных резервов составил в 2006 г. 107 млрд долл., в 2009 г. — всего 3 млрд. *Сам по себе уровень цен на нефть не мог породить кризисных явлений, непосредственно он мог сказаться только на ускорении или замедлении прироста валютных резервов, и без того избыточных.*

Через какие другие каналы экспортные цены на нефть теоретически могут воздействовать на динамику российской экономики? Чистый экспорт, генерируемый вывозом энергоносителей, является частью агрегированного спроса и, следовательно, вызывает определенный мультипликативный эффект для инвестиций и спроса на продукцию других отраслей. Но, во-первых, этот мультипликативный эффект вызывается не ценами на нефть, а реальным объемом производства нефти, газа, нефтепродуктов. Мультипликативный эффект роста внутреннего потребления энергоносителей был бы таким же, как эффект внешнего спроса. Во-вторых, мультипликативный эффект роста производства энергоносителей относительно невелик по сравнению с мультипликативным эффектом обрабатывающих отраслей, т.е. он вызывает значительно меньшее увеличение спроса на продукцию других производств, чем, скажем, увеличение спроса на машины, сельскохозяйственные продукты и т.д.

Рост чистого экспорта в денежном выражении вызывает приток в страну иностранной валюты. В той мере, в какой предложение иностранной валюты не покрывается вывозом капитала и погашением внешних обязательств правительства (а в кризисные периоды — также сокращением внешних обязательств банков и корпораций), увеличиваются официальные валютные резервы. Прирост валютных резервов финансируется Центральным банком за счет расширения денежного предложения в той мере, в какой Центральный банк не может профинансировать прирост валютных резервов из каких-либо других источников. В результате в российской практике прирост количества денег зависит от чистого экспорта. Денежная экспансия, осуществляемая в разу-

мных пределах, сама по себе способствует экономическому росту. Однако, во-первых, расширение денежного предложения более может достигаться не по каналу покупки иностранной валюты, а посредством расширения внутреннего кредита, что в еще большей мере способствовало бы росту экономики. Во-вторых, если рост чистого экспорта сопровождается ростом вывоза капитала, избыточное предложение иностранной валюты оказывается незначительным, в-третьих, когда ЦБ может профинансировать покупку иностранной валюты не за счет эмиссии денег, а за счет других источников, он предпочитает проводить политику денежной рестрикции.

Именно такая ситуация складывалась в течение 2011 г.: цены на нефть выросли, вырос чистый экспорт, но при этом резко увеличился вывоз капитала частного сектора, так что избыточное предложение иностранной валюты было невелико. Напротив, рост доходов и сжатие расходов бюджета позволили Центральному банку абсорбировать (стерилизовать) деньги, выпущенные для покупки валюты. Результатом явилась жесткая денежная рестрикция, оказавшая тормозящее воздействие на рост экономики. Перестройка механизма денежного предложения в соответствии с мировым опытом, требованиями экономической теории и здравым смыслом позволит разорвать зависимость между денежной экспансией и чистым экспортом.

Далее, повышение экспортных цен на нефть вызывает приток инвестиций и иностранного капитала в добычу топлива. Но, как уже говорилось, приток иностранного капитала на среднесрочном отрезке времени уравновешивается вывозом прибыли иностранных инвесторов, а реальная эффективность инвестиций в добывающие отрасли весьма сомнительна.

Повышение мировых цен на нефть отзывается на внутреннем рынке повышением цен приобретения нефти, нефтепродуктов и газа, что негативно сказывается на рентабельности других отраслей экономики. Правда, в случае понижения мировых цен рост внутренних цен на энергоносители не останавливается: теперь нефтегазовые монополии стремятся компенсировать свои потери на внешних рынках за счет внутреннего потребителя. Таким образом, динамика внутренних цен на энергоносители связана не столько с

динамикой мировых цен, сколько с монополистическим ценообразованием.

Наконец, остается рассмотреть влияние мировых цен на нефть на доходы федерального и консолидированного бюджета. Зависимость доходов бюджета от мировых экспортных цен на первый взгляд представляется очевидной и неоспоримой. Это, однако, не совсем так. Прежде всего, экспортные доходы — это всегда доходы в иностранной валюте. Для того чтобы осуществить причитающиеся платежи и отчисления в форме налога на прибыль предприятий, платы за пользование природными ресурсами, отчислений в стабилизационные фонды и т.д., экспортеры должны эту валюту продать. Если на внутреннем валютном рынке и без того существует избыточное предложение иностранной валюты (а это почти всегда так и есть), на соответствующую величину увеличится прирост валютных резервов. Соответственно, увеличатся расходы ЦБ на покупку иностранной валюты за счет эмиссионного ресурса и других источников (остатков на счетах правительства, сокращения внутреннего кредита). В этом случае *источником финансирования доходов бюджета «в последней инстанции» являются те средства, за счет которых Центральный банк покупает иностранную валюту*. Но эти средства (в частности, эмиссионный ресурс Центрального банка) могут быть использованы для финансирования бюджета без опосредующих операций — чистого экспорта, продажи валюты экспортерами, покупки валюты Центральным банком. Тем более что эти опосредствующие операции далеко не нейтральны, они оказывают деструктивное воздействие на экономику.

Допустим, что валюта, продаваемая экспортерами для уплаты налогов и сборов, не оказывается излишней на валютном рынке, и ее покупателем является не ЦБ, а частный сектор. Но это означает, что вывоз капитала на соответствующую сумму осуществляют субъекты частного сектора: банки, корпорации, домохозяйства. В таком случае доходы бюджета, обусловленные экспортом энергоносителей, уравновешиваются вывозом капитала частным сектором, который является прямым вычетом из потенциального внутреннего накопления. В любом случае, для того чтобы пополнить бюджет, долларовые доходы должны быть конвертированы в рубли, а это возможно только за счет внутренних, а не внешних ресурсов.

Приток иностранной валюты может увеличить ресурсы страны (в текущем периоде) только при условии, что эта валюта будет использована для оплаты импорта.

Сказанное не означает, что *в сложившихся условиях* формирования бюджета, денежного предложения и трансграничного движения капитала резкое снижение мировых цен на энергоносители не вызовет тяжелых последствий для российской экономики, в частности оттока иностранного капитала, падения курса рубля, сокращения денежного предложения, бюджетного дефицита и т.д. Но именно эти сложившиеся условия можно и нужно изменить. Разумеется, одномоментное изменение механизма денежного предложения, финансирования расходов бюджета, ввоза и вывоза капитала невозможно, изменения должны осуществляться постепенно и желательно не в экстремальных условиях кризиса.

ВЫВОДЫ

1. Рост или снижение инвестиционной активности на коротком отрезке времени сопровождается не сокращением, а ростом конечного потребления. Соответственно, валовой внутренний продукт растет не только за счет инвестиционного, но и за счет потребительского спроса. Единственный компонент, который сокращается в случае роста инвестиций, — это чистое кредитование остального мира.

2. Соотношение вывоза капитала и внутренних инвестиций зависит не только от событий на мировых финансовых рынках и неуправляемых перепадов в предпочтениях инвесторов, но и от доступности и доходности внутренних инвестиций. Поощряя внутренние инвестиции, правительство может ограничить вывоз капитала.

3. Денежное предложение Банка России детерминируется не заранее поставленными целями, а внешними для денежной политики обстоятельствами: избыточным или недостаточным предложением иностранной валюты на внутреннем рынке и дефицитом (профицитом) бюджета.

4. Избыток бюджета, оседающий на счетах правительства в ЦБ, может использоваться для кредитования частного сектора, главным образом коммерческих банков и других финансовых организаций. В этом случае активная кредитная политика Центрального банка до некоторой степени компенсирует жесткую финансовую политику правительства и денежную рестрикцию.

5. Возможности накопления производственного капитала в значительной степени зависят от чистого кредитования корпораций другими институциональными секторами внутренней экономики и остальным миром, другими словами, от перераспределения сбережений в пользу корпораций. Перераспределение сбережений

осуществляется как при посредстве кредитных организаций, так и по другим каналам. Как показывают проведенные расчеты, корпорации в 2011 г. были чистым заемщиком банковской системы, но оставались чистым кредитором для экономики в целом. Единственным чистым заемщиком в российской экономике в 2011 г. был «остальной мир».

6. Результаты проведенных расчетов взаимного кредитования институциональных секторов российской экономики кардинально расходятся с прогнозами и оценками Минэкономразвития. Это заставляет поставить под сомнение осуществимость намечаемых в документах экономических ведомств РФ темпов роста инвестиций при сохранении проводимой монетарной и финансовой политики.

7. Намечаемое Правительством РФ финансирование инвестиций в основной капитал за счет внешних заимствований неосуществимо в силу того, что рост внешних заимствований неизбежно ведет к росту вывоза доходов иностранных инвесторов и кредиторов, который количественно уравнивает дополнительный ввоз иностранного капитала.

8. Поддержание приемлемых темпов инвестиций возможно только при условии отказа от массированного чистого экспорта и постепенного устранения отрицательного сальдо доходов иностранных инвесторов.

9. Сбережения внутренней экономики, не инвестируемые в реальный капитал, должны мобилизоваться правительством посредством государственного долга. Денежное предложение ЦБ должно обеспечить монетизацию значительной части государственного долга, снижение процентных ставок и процентных расходов бюджета.

10. Возможности монетарной и финансовой политики воздействовать на экономический рост ограничены рядом институциональных факторов и негативных макроэкономических процессов, нейтрализация которых требуют прямого государственного регулирования. К числу таких факторов относятся убывающая отдача от инвестиций в сырьевой сектор, монопольное ценообразование, деформированное распределение добавленной стоимости между видами деятельности, зависимость макроэкономической ситуации от внешних факторов и т.д.



Эльвира Радиковна Ахатова

Э.Р. Ахатова окончила Государственный университет управления (2003), кандидат экономических наук (2007), научный сотрудник Института экономики РАН. Автор 5 научных работ. Круг научных интересов: монетарная теория, денежно-кредитная политика.



Ирина Сергеевна Букина

И.С. Букина – старший научный сотрудник Центра современной политической экономики Института экономики РАН, кандидат экономических наук. В 2002 г. окончила экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова. С 2006 г. – кандидат экономических наук. Работала экономистом, аналитиком в коммерческих организациях. В настоящее время занимается научной деятельностью, преподает в вузах.

Основные научные интересы: бюджетно-налоговая и денежно-кредитная политика, налоговые риски, межбюджетные отношения. Опубликовала более 10 научных публикаций общим объемом около 12 п.л.



Юлия Владимировна Ерохина

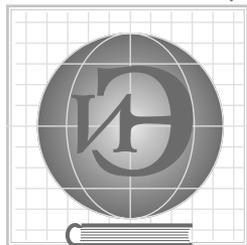
Ю.В. Ерохина окончила Государственный университет управления (2001), соискатель Института экономики РАН, старший специалист ЗАО КБ «Ситибанк». Автор 11 научных работ. Круг научных интересов: монетарная теория, денежно-кредитная политика, функционирование банковской системы.



Виталий Ефимович Маневич

В.Е. Маневич (1941 г.р.) закончил экономический факультет МГУ (1964), доктор экономических наук (1980), профессор (1992), главный научный сотрудник Института экономики РАН. Автор около 200 работ по теории денежного обращения и кредита, теории роста, истории экономических учений, в том числе 8 книг. Основная работа за последние годы – «Кейнсианская теория и российская экономика» (М., URSS, 2010, 2-ое изд.). В переводе В.Е. Маневича на русский язык вышли книги Э. Хансена, Р. Харрода, Д. Патинкина, Дж. Тобина, статьи В. Леонтьева.

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: print@inecon.ru

Сайт: www.inecon.ru

Научный доклад

Ахатова Э.Р., Букина И.С., Ерохина Ю.В., Маневич В.Е.

**Макроэкономическая ситуация и денежно-финансовая политика
в России в посткризисный период**

Оригинал-макет *Валериус В.Е.*

Редактор *Молоканова Р.В.*

Компьютерная верстка *Сухомлинов А.Р.*

Подписано в печать 15.03.2012. Заказ №15

Тираж 300 экз. Объем 2,2 уч.-изд. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 978-5-9940-0334-3



9 785994 003343