
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ НАУКИ
ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

И.С. Букина, В.Е. Маневич

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ
И ДЕНЕЖНО-ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА
В РОССИИ

Научный доклад

Москва
Институт экономики
2013

Букина И.С., Маневич В.Е. Макроэкономическая ситуация и денежно-финансовая политика в России (научный доклад). – М.: Институт экономики РАН, 2013. – 56 с.

ISBN 978-5-9940-0421-0

В докладе анализируется текущая макроэкономическая ситуация в российской экономике, сложившаяся под воздействием, как спонтанных процессов, так и проводимой экономической политики – ценовой, структурной, внешнеэкономической, финансовой, денежно-кредитной, политики доходов. Авторы исследуют результаты циклической динамики цен, неуправляемого роста спроса на иностранные активы и обязательства, роста внутреннего долга в условиях профицита, бюджетной и денежной рестрикции. Роль внешних факторов в возникновении современной рецессии, по мнению авторов, вторична.

Ключевые слова: цены, деньги, бюджет, кредит, долг, банки, платежный баланс.

JEL-коды: E-500, E-600

Bukina I.S. Manevich V.E. Macroeconomic situation and monetary and fiscal policy in Russia (Research report). Moscow, RAS Institute of Economy, 2013. – 56 p.

The report examines the current macroeconomic situation, influenced by the economic policy – price, structural, foreign economic, financial, monetary, income policy. The authors examine the results of the cyclic movement of prices, uncontrolled increase in demand for foreign assets and liabilities, the growth of domestic debt, the fiscal and monetary restriction. These factors led to the current recession. The role of external shocks, according to the authors, is secondary.

Keywords: prices, money, budget, credit, debt, banking, balance of payments

JEL codes: E-500, E-600

ISBN 978-5-9940-0421-0

© Институт экономики РАН, 2013
© Букина И.С., Маневич В.Е., 2013
© Валериус В.Е., дизайн, 2007

ОГЛАВЛЕНИЕ

Глава I. Признаки текущей рецессии	4
Глава II. Специфика механизма цикличности и долговременные тенденции в российской экономике	8
Глава III. Внешнеэкономические факторы рецессии	14
Глава IV. Прогноз Минэкономразвития на 2014–2016 годы: насколько реальны намечаемые источники роста	21
Глава V. Федеральный бюджет: профицит в условиях финансового кризиса. Долговая политика	35
Глава VI. Денежно-кредитная политика Банка России: жесткая рестрикция в условиях затухания роста	43
Глава VII. Кредитная активность коммерческих банков: реальные источники чистого кредитования нефинансовых корпораций и остального мира	49
Выводы	54
Литература.....	56

ПРИЗНАКИ ТЕКУЩЕЙ РЕЦЕССИИ

Макроэкономическая ситуация в истекшем периоде 2013 года характеризовалась резким замедлением роста валового внутреннего продукта, который за I полугодие 2013 года вырос всего на 1,4% против 4,5% в 2012 году и 3,5% в 2011-м. При этом динамика различных компонентов использования валового внутреннего продукта резко расходилась: расходы на потребление выросли на 4%, инвестиции в основной капитал сократились на 1,4%.

Индекс выпуска в базовых видах деятельности (промышленность, сельское хозяйство, строительство, транспорт и связь, торговля) составил всего 100,3%. Другими словами, темп роста выпуска в базовых отраслях был близок к нулю. Промышленное производство не выросло вовсе. При этом надо иметь в виду, что к середине 2013 года объемы промышленного производства всего лишь вышли на уровень докризисного периода.

Не менее тревожным представляется падение рентабельности (как активов, так и проданной продукции) ряда базовых отраслей, что непосредственно ведет к сокращению доходов федерального и консолидированного бюджета. В документах экономических ведомств падение доходов бюджета рассматривается как нечто аналогичное стихийным бедствиям, единственная возможная реакция на которые – это сокращение расходов. Вопрос о внутренних причинах падения рентабельности не ставится, также как вопрос о том, за счет каких неиспользованных до сих пор ресурсов можно компенсировать сокращение регулярных доходов бюджета.

В качестве наиболее очевидной причины снижения рентабельности можно назвать рост заработной платы, опережающий рост выпуска и производительности труда. Реальная заработная плата в январе—августе 2013 года составила 105,5% от уровня соответствующего периода 2012 года, тогда как валовая добавленная стоимость, произведенная в базовых отраслях, практически не выросла. Очевидно, что рентабельность базовых отраслей должна была снизиться.

Опережающий рост оплаты труда в российских условиях можно было бы считать явлением позитивным, если, во-первых, мы могли бы с уверенностью утверждать, что при этом сокращаются разрывы между высокими и низкими доходами, и, во-вторых, если бы растущий потребительский спрос удовлетворялся, в основном, за счет внутреннего производства, а не за счет импорта. В этом случае временное снижение нормы прибыли было бы, по крайней мере, частично компенсировано за счет расширения выпуска и увеличения массы прибыли, а в близкой перспективе — также в результате технических инноваций и повышения производительности труда. Однако ни того, ни другого, по-видимому, не произошло.

Рост платежеспособного потребительского спроса практически полностью уравновешивался ростом импорта, а не внутреннего выпуска товаров и услуг. Дифференциация уровней доходов по видам деятельности качественно не снизилась, хотя и наблюдался опережающий рост оплаты труда в сфере образования и здравоохранения. Разрыв в уровне оплаты труда в производстве нефтепродуктов и, скажем, в текстильной промышленности, который в январе—июле 2012 года составлял 5,5 раза, в январе—июле 2013 года увеличился до 7,9 раза.

Другим фактором снижения рентабельности является динамика цен. Влияние опережающего роста заработной платы на рентабельность предприятий в тех или иных видах деятельности определяется сочетанием темпа роста номинальной заработной платы и темпа роста цен производителя в данном виде деятельности. *В тех отраслях, в которых повышение цен в наибольшей степени компенсирует рост издержек на оплату труда, рентабельность снижается в минимальной степени или не снижается вовсе.* Опережающий рост цен в сырьевых отраслях не только компенсир-

Таблица 1. Факторы динамики рентабельности в 2013 году

Виды деятельности	Номинальная начисленная заработная плата (январь—июль 2013 в % к январю—июлю 2012)	Индекс цен производителей (июль 2013 к июлю 2012)	Динамика выпуска (январь—июль 2013 в % к январю—июлю 2012)	Сальдированный финансовый результат (январь—июль 2013 в % к январю—июлю 2012)	Справочно: Рентабельность активов в 2012
Всего по базовым отраслям	112,9	102,0*	100,3	79,8	5,8
Добыча полезных ископаемых	108,7	118,1	100,9	99,8	12,0
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	108,2	121,5	100,8	103,9	11,3
Обрабатывающие производства	110,9	101,9	99,8	69,3	8,0
Из них:					
Производство пищевых продуктов	111,6	106,9	101,1	105,8	4,5
Производство нефтепродуктов	119,7	104,3	103,1	70,1	14,4
Производство машин и оборудования	111,3	104,1	92,9	74,7	3,9
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	109,9	113,0	99,2	87,7	1,1

* Для товаров, предназначенных для реализации на внутреннем рынке.

** Динамика выпуска представлена индексом выпуска за январь—июль 2013 к январю—июлю 2012. Динамика инвестиций в основной капитал представлена индексом инвестиций за 1 полугодие 2013 к 1 полугодю 2012.

ровал рост их издержек, но и явился одним из решающих факторов (наряду с ростом оплаты труда) повышения издержек в обрабатывающих отраслях, и, следовательно, падения их рентабельности.

Наконец, в качестве третьего фактора динамики рентабельности экономики в целом и отдельных видов деятельности мы рассматриваем динамику выпуска. Как сокращение, так и расширение выпуска, может вызывать рост удельных издержек (и, следовательно, снижение рентабельности), но по разным причинам. Рост выпуска, если он не сталкивается с ограниченностью того или иного фактора производства, ведет к снижению удельных издержек, но он может вызвать и повышение издержек в случае дефицита тех или иных факторов производства: рабочей силы, производственных мощностей, первичных ресурсов. В российской экономике в наблюдаемый период сохранялась относительно высокая безработица и неполная загрузка оборудования, следовательно, снижение выпуска способствовало повышению издержек. Сокращение производства, особенно в капиталоемких отраслях, может вызвать рост издержек в силу повышения накладных расходов, связанных с поддержанием основных фондов, а также с повышением удельных расходов на оплату труда из-за неполной занятости работников. Факторы динамики рентабельности в российской экономике сгруппированы в таблице 1.

Повышение издержек представляется вполне реальным в связи с наступившим спадом в ряде отраслей российской экономики. Падение рентабельности вызывает тенденцию к сокращению инвестиций и выпуска, а сокращение выпуска ведет к дальнейшему падению рентабельности.

СПЕЦИФИКА МЕХАНИЗМА ЦИКЛИЧНОСТИ И ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

Динамика цен в российской экономике носит явно выраженный циклический характер. Данные, приведенные в таблице 2, позволяют заключить, что опережающий рост цен на продукцию добывающих отраслей, на нефтепродукты и электроэнергию предшествовал кризису 2008 года и, после резкого снижения в 2008 году, продолжался весь период, следовавший за кризисом. Исключение представляют 2003 и 2006 годы, когда, по-видимому, под давлением государственного регулирования, цены на энергоносители несколько снизились. Именно в эти годы достигались максимальные за рассматриваемый период темпы роста ВВП.

Падение цен на топливно-энергетические ресурсы во время кризиса дает импульс росту обрабатывающих отраслей в период после кризиса. (Аналогичная картина наблюдалась и во время кризиса 1998 года, когда цены на энергоносители резко снизились, не только на внешнем, но и на внутреннем рынке.) Однако затем начинается опережающий рост цен на топливо и энергию, который неизбежно, хотя и с некоторым временным лагом, вызывает снижение рентабельности обрабатывающих отраслей. В течение нескольких лет этот эффект гасится вследствие расширения выпуска в обрабатывающих отраслях, но, в конце концов, в силу нарастающего, кумулятивного воздействия роста издержек, происходит резкое падение их рентабельности. Соответственно, падают и доходы бюджета.

Таблица 2. Индексы цен производителей по отдельным видам экономической деятельности, в процентах, декабрь к декабрю предшествующего года

Виды деятельности	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Добыча полезных ископаемых	125,8	101,8	164,7	131,0	101,6	152,3	61,6	149,2	117,1	126,3	109,3
В т.ч. добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	127,3	97,9	169,7	135,3	96,4	158,1	57,8	161,0	116,1	128,1	110,5
Обрабатывающие производства	113,2	115,8	121,5	108,1	113,3	117,9	101,9	105,9	116,9	108,3	103,2
Производство пищевых продуктов	110,1	116,3	112,8	104,3	108,1	120,0	112,3	106,8	114,3	101,8	107,4
Производство нефтепродуктов	117,8	111,7	150,6	126,7	103,1	142,2	72,3	128,9	120,4	117,6	109,6
Производство машин и оборудования	111,4	109,8	114,4	110,4	110,5	113,9	118,5	103,7	105,5	105,4	104,1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	126,0	114,5	112,5	112,6	110,3	113,3	118,0	118,3	113,8	105,1	107,0

Так, в I полугодии 2013 года поступления по налогу на прибыль организаций составили 995,4 млрд руб. против 1297,7 млрд руб. в первом полугодии 2012 года, т.е. снизились в номинальном выражении почти на четверть (на 23,3%), а в реальном выражении — почти на треть. Прирост доходов бюджета от обложения добычи и экспорта энергоносителей, в принципе, не может уравновесить потери от падения рентабельности других отраслей, поскольку эти потери носят кумулятивный характер: они нарастают от передела к переделу (табл. 2).

За январь—июль *номинальные* доходы консолидированного бюджета составили 102,4% от соответствующего периода 2012 года, а *в реальном выражении* они существенно снизились. Возникают трудности в финансировании запланированных расходов бюджета, которые грозят перерасти в кризис государственных финансов. В третьем квартале 2013 года доходы бюджета, по-видимому, продолжали поступать меньшими темпами, чем прогнозировалось, о чем свидетельствует намечаемый правительством секвестр расходов.

Основной спад инвестиций в истекших кварталах 2013 года приходился на сырьевые отрасли, тогда как в обрабатывающих отраслях рост инвестиций продолжался. Возможно, что рост инвестиций в обрабатывающих отраслях был обусловлен силой инерции, другими словами, явился запаздывающей реакцией на благоприятную экономическую конъюнктуру предшествующих лет. Но в любом случае, нужно иметь в виду, что доля инвестиций, направлявшихся в отрасли второго передела (машиностроение, пищевая, легкая промышленность), в общем объеме инвестиций оставалась очень небольшой, и определяющую роль в общей динамике инвестиций по-прежнему играли добывающие отрасли, металлургия и электроэнергетика. Так, добыча полезных ископаемых и производство кокса и нефтепродуктов поглощали более 50% всех инвестиций, направлявшихся в промышленное производство; на долю машиностроения приходилось лишь 6,5% от инвестиций в промышленность.

Спад инвестиций в сырьевых отраслях мог вызываться завершением крупных инвестиционных проектов, пересмотром политики инвестиций, связанным с увеличением дивидендных выплат, усилением вывоза капитала и ростом спроса российских

сырьевых корпораций на иностранные активы и т.д. В обрабатывающих производствах основной спад пришелся на металлургию, производство машин, оборудования, транспортных средств. По-видимому, в этом отражался процесс снижения инвестиционного спроса в сырьевых отраслях.

Проведенный анализ позволяет сделать некоторые предварительные выводы о специфике механизма цикличности российской экономики, который включает в себя, во-первых, *неравномерное в разных видах деятельности* повышение оплаты труда по мере снижения безработицы (опережающий рост оплаты труда в рентаобразующих отраслях), во-вторых, циклические колебания цен на первичные ресурсы¹.

Функционирование специфически российского механизма цикличности модифицируется периодически возникающими внешними шоками в виде колебания мировых цен на энергоносители и перепадов в трансграничном движении капитала (экстремальной формой которых являются финансовые кризисы).

Циклические процессы в российской экономике протекают на фоне долговременных тенденций, как общих для мировой экономики, так и специфичных для России. К числу последних можно отнести четко выраженную тенденцию к снижению эффективности дополнительных инвестиций, особенно в добывающих отраслях.

В таблице 3 представлены данные о валовых инвестициях и темпах прироста производства в добыче топливно-энергетических ресурсов и обрабатывающих отраслях российской экономики за 2003–2007 и 2010–2012 годов (кризисные 2008 и 2009 годы мы пропускаем). Динамика отношения валовых инвестиций к темпам прироста выпуска дает представление об изменении капиталоемкости прироста в добывающих и обрабатывающих отраслях. Всего за 7 лет капиталоемкость прироста добычи топливно-энергетических полезных ископаемых выросла более чем на порядок (в 11 раз), тогда как капиталоемкость прироста выпуска в обрабатывающих

-
1. После кризиса 2008 года в экономической периодике появился ряд интересных исследований признаков цикличности динамики российской экономики, однако большинство из них посвящены построению индикаторов, позволяющих обнаружить приближение экономического спада. Первые попытки содержательного анализа *механизма* цикличности в российской экономике содержатся в статьях: Н.Н. Райская, Я.В. Сергиенко, А.А. Френкель [6]; С.В. Смирнов [7].

отраслях – в 2,6 раза. (Снижение капиталоемкости прироста выпуска в 2010 году, очевидно, связано с выходом из кризиса и использованием незагруженных мощностей.)

Таблица 3. Капиталоемкость прироста выпуска, млрд руб.

Показатели		2003	2004	2005	2006	2007	2010	2011	2012
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых									
1	Валовые инвестиции в основной капитал, в ценах 2003 года*	315,6	351,4	353,1	450,3	520,1	550,9	550,5	590,4
2	Темп прироста производства, %	10,3	7,7	2,0	2,7	2,6	3,1	1,3	1,2
3	Цепной индекс роста, 2002=100	110,3	118,8	121,1	124,4	137,6	141,9	143,7	145,4
4	Удельная капиталоемкость 1% прироста выпуска** $1/2/3 \times 100$	27,8	38,4	145,8	134,1	145,4	125,2	294,7	338,4
Обрабатывающие производства									
5	Валовые инвестиции в основной капитал в ценах 2003 года*	341,9	411,5	469,2	529,1	611,9	562,8	651,6	590,3
6	Темп прироста производства, %	10,3	10,5	7,6	8,4	10,4	11,8	6,5	4,1
7	Цепной индекс роста 2002=100	110,3	121,9	131,2	142,2	157,0	149,6	159,3	165,8
8	Удельная капиталоемкость 1% прироста выпуска** $1/2/3 \times 100$	30,1	32,1	47,1	44,3	37,5	31,9	62,9	86,8

*В качестве дефлятора принят цепной индекс-дефлятор накопления основного капитала.

**Для того, чтобы сделать соизмеримой капиталоемкость 1 процента прироста выпуска в разные годы, результат деления валовых инвестиций на темп прироста (строка 1/строка 2) делится на цепной индекс выпуска (строка 3).

Стремительный рост валовых инвестиций при весьма умеренном росте добычи 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.

Руководители и разработчики российской экономической политики оказались перед сложной дилеммой: с одной стороны, декларируемыми приоритетными целями экономической политики являются инвестиции в человеческий капитал, поддержка высокотехнологичных секторов экономики, диверсификация экономики, развитие инфраструктуры. Однако, с другой стороны, львиная доля инвестиций поглощается добывающими отраслями. Темпы роста, модернизации экономики и социального развития были бы намного выше и устойчивее, если бы основная часть инвестиций направлялась на решение социальных задач, развитие инфраструктуры, развитие науки и технологии. Перераспределение инвестиций между добывающими и обрабатывающими отраслями приведет к снижению природной капиталоемкости по экономике в целом и качественно повысит темпы роста выпуска и совокупного дохода.

На долю России приходится, округленно, 11% мировой добычи нефти и только 3 процента ее мирового потребления. Если исходить из потребностей внутренней экономики, масштабные вложения в освоение новых нефтяных и газовых месторождений не нужны, тем более — на шельфе Ледовитого океана. *Нужно существенное сокращение экспорта энергоносителей.* Курс на постепенное сокращение экспорта нефти позволит в обозримой перспективе ограничиться разработкой освоенных месторождений, расположенных в регионах с относительно развитой инфраструктурой и неэкстремальными природными условиями, снизить предельные издержки и внутренние цены на энергоносители, высвободить инвестиционные ресурсы, необходимые для развития инфраструктуры, инновационных отраслей, решения социальных проблем. Теоретически вполне реально одновременное сокращение общего объема добычи энергоносителей и увеличение их внутреннего потребления по мере роста экономики.

Но может ли Россия сократить экспорт энергоносителей без катастрофических последствий для платежного баланса и государственного бюджета? Ниже мы постараемся ответить на этот вопрос.



ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ РЕЦЕССИИ

Теперь перейдем к краткому рассмотрению внешнеэкономической ситуации, складывавшейся в истекшие кварталы и месяцы 2013 года. В экономической периодике и в заявлениях высших чиновников нередко высказывается утверждение, что спад в российской экономике связан с внешними факторами. Так, в докладе Минэкономразвития «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов» говорится, что «одним из основных факторов, повлиявших на снижение экономического роста, стало ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры и снижение внешнего спроса»². Правда, в другом месте доклада содержится прямо противоположное утверждение, которое, как нам представляется, значительно ближе к истине: «В 2013 году замедление экономического роста *полностью* (выделено нами. – *Авт.*) связано с замедлением внутреннего спроса, прирост которого сократился до 2,5 против 9,1% в 2011 году и 5,3% в 2012 году»³.

Действительно, как показывают данные, приведенные в таблице 4, драматических изменений в сфере внешнеэкономической деятельности в текущем году не произошло. Правда, средняя экспортная цена нефти несколько снизилась (со 111,7 в I полугодии 2012 года до 106,5 долларов за баррель в I полугодии 2013, т.е. на

2. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов. С. 5.

3. Там же. С. 76.

4,7%), и, соответственно, снизился номинальный объем экспорта (на 2%), однако такое снижение никак нельзя назвать драматическим. Эффекты колебаний такого масштаба в цене нефти и стоимости экспорта должны гаситься увеличением или уменьшением отчислений в стабилизационные фонды и валютных резервов и, в принципе, не должны оказывать существенного влияния на внутреннюю экономику.

Таблица 4. Аналитическое представление платежного баланса в I полугодии 2012 и 2013 годов, млрд долларов⁴

Показатели	I полугодие 2012	I полугодие 2013	I полугодие 2013 в % к I полугодью 2012
Средняя цена нефти, долларов США за баррель	111,7	106,5	95,3
Чистый экспорт товаров и услуг	89,9	66,8	74,3
<i>Экспорт</i>	291,3	285,6	98,0
<i>Импорт</i>	201,4	218,8	108,6
Чистый вывоз доходов иностранных инвесторов и кредиторов	29,6	32,9	111,1
<i>Доходы к получению</i>	29,9	28,4	95,0
<i>Доходы к выплате</i>	59,5	61,3	103,0
Чистый вывоз доходов иностранных рабочих	4,8	5,4	112,5
Чистый вывоз капитала	35,9	27,9	77,7
<i>Ввоз капитала</i>	32,6	111,5	342,0
<i>Вывоз капитала</i>	68,5	139,3	203,6
Прирост валютных резервов	19,6	0,5	2,6

Поскольку одновременно с небольшим сокращением экспорта вырос номинальный и реальный объем импорта, чистый экспорт сократился, но, тем не менее, остался достаточным, чтобы покрывать чистый вывоз капитала и доходов иностранных кредиторов, инвесторов и рабочих. Правда, прирост валютных резервов оказался близким к нулю, но и в этом нет ничего драматического, особенно если учесть огромные накопленные избыточные резервы.

4. Рассчитано на основе данных ЦБ РФ. <http://www.cbr.ru>

Номинальный объем чистого вывоза капитала несколько сократился (с 35,9 млрд долларов в I полугодии 2012-го до 27,9 млрд долларов в I полугодии 2013 года), однако нельзя упускать из вида, что резко вырос *валовой* объем как ввоза, так и вывоза капитала. Ввоз капитала увеличился в 3,4 раза, вывоз — более чем в 2 раза. При этом абсолютные значения прироста ввоза и вывоза капитала были весьма близки: ввоз капитала увеличился на 78,9 млрд, вывоз — на 70,8 млрд долларов. Такая синхронность роста ввоза и вывоза капитала заставляет предположить, что внешние заимствования российских корпораций использовались преимущественно для приобретения иностранных активов. По сути дела, это признают и авторы доклада ЦБ, когда пишут: *«Основной причиной роста чистых активов и обязательств стало проведение российскими компаниями крупных сделок слияния и поглощения, а также привлечение финансовых ресурсов под их осуществление»*⁵.

Российская экономика не только ничего не выиграла от такого «привлечения иностранного капитала», но и оказалась еще в большей степени обремененной выплатой доходов иностранных инвесторов. Дальнейшее увеличение внешней задолженности российских корпораций и дальнейший рост доходов, выплачиваемых иностранцам, — это, пожалуй, единственное существенное изменение, произошедшее в отношениях с остальным миром, которое может в перспективе оказать влияние на внутренние макроэкономические процессы.

В правительственных документах (прогнозах Минэкономразвития, докладах Банка России) уже не первый год высказывается уверенное предположение, что российская экономика «вернется» к чистому ввозу иностранного капитала, который, якобы, существовал в предкризисный период. Однако, строго говоря, чистого ввоза капитала в российской экономике в XXI веке никогда не было. В 2005, 2006 и 2007 годах фиксировался чистый ввоз капитала *частным сектором*, но не по экономике в целом. Если частный сектор выступал по отношению к остальному миру в качестве чистого заемщика, то правительство — в качестве чистого кредитора.

5. «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и плановый период 2015–2016 годов». С. 9. Официальный сайт Банка России.

В таблице 5 представлены данные о чистом кредитовании остального мира и чистом заимствовании у остального мира по российской экономике в целом и по государственному и частному секторам. Здесь чистое кредитование остального мира правительством включает прирост валютных резервов и других иностранных активов за минусом прироста обязательств (или плюс сокращение обязательств) расширенного правительства.

Таблица 5. Чистое кредитование остального мира (-), чистое заимствование у остального мира (+), в % ВВП

Показатели	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Чистый экспорт	10,9	12,3	13,7	12,7	8,6	9,3	7,5	8,3	8,7	7,2	6,0
Баланс доходов	-3,0	-2,3	-2,6	-3,1	-2,6	-3,1	-3,5	-3,5	-3,4	-3,6	-4,0
Чистое кредитование	-7,9	-10,0	-11,1	-9,6	-6,0	-6,2	-4,0	-4,8	-5,3	-3,6	-2,0
<i>В том числе:</i>											
Правительство	-7,5	-8,5	-11,3	-13,8	-12,2	1,8	0,7	-2,4	-0,9	-0,8	1,2
Частный сектор	-0,4	-1,5	0,2	4,2	6,2	-8,0	-4,7	-2,4	-4,4	-2,8	-3,2

*Оценка за январь—сентябрь 2013 года.

Как видно из таблицы 5, чистый ввоз капитала частным сектором, осуществлявшийся в 2005, 2006 и 2007 годах, перекрывался чистым вывозом капитала правительством⁶. Иначе и не могло быть в условиях чистого экспорта. В те годы, когда осуществлялся чистый ввоз капитала частным сектором, на соответствующую величину увеличивался прирост валютных резервов *сверх прироста, обусловленного активным сальдо счета текущих операций*. Следовательно, реальным источником инвестиций были не внешние заимствования, а те ресурсы, которые использовал ЦБ для покупки ввозимой валюты — прежде всего, эмиссионный ресурс. Но эти ресурсы могли использоваться для финансирования инвестиций и без внешних заимствований. Прирост внешней задолженности не увеличивал ресурсы для инвестиций, но обременял экономику про-

6. Прирост валютных резервов правомерно рассматривать как одну из форм (в российской экономике — как основную форму) вывоза капитала расширенным правительством.

центными выплатами и ставил ее в критическую зависимость от мировых финансовых рынков. Эта ситуация не только хронологически предшествовала кризису, но и во многом его подготовила.

Чистый ввоз капитала *в условиях активного баланса товаров и услуг, т.е. в условиях чистого экспорта*, сказывается на распределительных процессах в российской экономике, на динамике валютного курса, на объеме внешней задолженности, на денежном предложении Центрального банка, но не на совокупном объеме инвестиционных ресурсов. *Для того чтобы чистый ввоз капитала действительно означал увеличение ресурсов реального накопления, он должен уравниваться не приростом валютных резервов и не выплатой доходов иностранных инвесторов, а ввозом товаров и услуг, т.е. сопровождаться перевесом импорта над экспортом.* В ином случае чистый ввоз капитала не имеет реального смысла и лишь обременяет страну внешней задолженностью. Нельзя одновременно прогнозировать сохранение чистого экспорта и финансирование инвестиций за счет ввоза иностранного капитала.

Ввоз капитала, независимо от того, увеличивает ли он реальные ресурсы инвестирования или нет, обременяет экономику выплатами процентов, дивидендов и иных доходов иностранных кредиторов и инвесторов. При этом вывоз инвестиционных доходов постоянно превышает ввоз доходов от российских инвестиций за границей, несмотря на то, что совокупный вывоз капитала за последние пятнадцать — двадцать лет превышает его ввоз. Соответствующие данные приведены в таблице 6.

Как видно из таблицы 6, в докризисный период объем вывозимых инвестиционных доходов приближался к сумме ввозимого капитала; *после кризиса 2008—2009 годов вывоз доходов иностранных кредиторов и инвесторов существенно превысил ввоз капитала в течение года.* В течение первых трех кварталов 2013 года как ввоз, так и вывоз капитала, кратно увеличился, поэтому относительные показатели ввоза и вывоза доходов временно снизились⁷.

7. В течение трех первых кварталов ввоз капитала частным сектором увеличился в 2,4 раза, вывоз капитала частным сектором — в 1,7 раза.

Таблица 6. Выплаченные и полученные доходы в процентах к годовому ввозу и вывозу капитала частным сектором

Год	Доходы к получению, в % от вывоза капитала	Доходы к выплате, в % от ввоза капитала
2000	7,1	75,8
2001	10,3	45,3
2002	5,7	30,2
2003	20,1	53,3
2004	15,9	46,3
2005	13,9	39,6
2006	22,0	43,2
2007	19,7	30,6
2008	16,0	85,0
2009	44,4	75,2
2010	36,5	168,5
2011	22,1	124,3
2012	30,9	141,3
2013*	19,3	74,3

*Данные за январь–сентябрь 2013 года.

При заданной норме доходности иностранного капитала и заданной склонности иностранных инвесторов репатриировать полученную прибыль существует определенный предел рационального ввоза иностранного капитала и его аккумуляции в экономике страны. Переступив это предел, страна уже не получает дополнительные ресурсы от остального мира, а передает ему часть своих ресурсов. Это положение давно известно экономической науке⁸. В российской экономике разумный предел аккумуляции иностранного капитала, очевидно, уже превышен, так что дальнейший усиленный ввоз иностранного капитала, дальнейшая его аккумуляция могут замедлить, а не ускорить экономический рост.

В целом, можно сформулировать такой вывод: для российской экономики нежелательно наращивание как вывоза капитала, так и его ввоза. Как вывоз, так и ввоз капитала должны осуществляться селективно, контролироваться, ограничиваться и регулиро-

8. См. например: Харрод Р. Теория экономической динамики. М: ЦЭМИ РАН, 2008. С. 183.

ваться правительством. . Спонтанно, без изменения законодательства и введения достаточно жесткого контроля над трансграничным движением капитала это вряд ли произойдет.

При условии, что чистый экспорт сменится чистым импортом, чистый ввоз капитала мог бы достигаться не за счет новых и новых внешних заимствований, а за счет сокращения иностранных активов правительства (валютных резервов) и частного сектора (репатриация вывезенного капитала). В последнем нет ничего невыполнимого, если речь идет об иностранных активах корпораций, подконтрольных правительству.

ПРОГНОЗ МИНЭКОНОМРАЗВИТИЯ НА 2014–2026 ГОДЫ: НАСКОЛЬКО РЕАЛЬНЫ НАМЕЧАЕМЫЕ ИСТОЧНИКИ РОСТА

На официальном сайте Минэкономразвития размещен прогноз на 2014–2016 годы⁹. В этом Прогнозе констатируется значительное замедление темпов роста российской экономики в 2013 году, и, тем не менее, намечается ускорение роста ВВП и валового располагаемого дохода в среднесрочной перспективе. Констатируется также, что возможности роста за счет наращивания производства и экспорта сырья исчерпаны, и в дальнейшем российская экономика должна развиваться преимущественно на основе повышения внутреннего спроса – потребительского и инвестиционного. Одновременный рост доли конечного потребления и доли накопления основного капитала в валовом внутреннем продукте предполагает сокращение доли чистого экспорта. Ресурсы для инвестиций, необходимых для технологического перевооружения экономики, должны обеспечиваться как за счет перераспределения внутренних сбережений в пользу сектора нефинансовых корпораций, так и за счет привлечения иностранного капитала. Инвестиции нефинансовых корпораций прогнозируются на 2014 год в размере 20% ВВП, из них половину должны составить средства, привлеченные от других институциональных секторов: финансовых корпораций, расширенного правительства, домашних хозяйств. Чистое

9. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов. М., сентябрь 2013. Официальный сайт Министерства экономического развития. (Далее – Прогноз).

кредитование нефинансовыми корпорациями остального мира быстро сокращается от года к году, и в 2016 году должно составить всего 0,1% ВВП. Однако в целом по экономике чистое кредитование остального мира должно смениться чистым заимствованием.

Вместе с тем, в Прогнозе констатируется, что ряд макроэкономических процессов будет ограничивать приток ресурсов для инвестиций в реальный капитал. Так, доля сбережений в денежных доходах домашних хозяйств будет снижаться, соответственно, сократится чистое кредитование домохозяйствами нефинансовых корпораций. В связи с намечаемой жесткой бюджетной политикой *будет сокращаться также чистое кредитование нефинансовых корпораций сектором государственного управления.* По сути дела, важнейшим фактором увеличения ресурсов для инвестиций станет, согласно Прогнозу, сокращение чистого кредитования остального мира нефинансовыми корпорациями и чистое заимствование у остального мира российской экономикой в целом. Тем не менее, чистое кредитование нефинансовых корпораций домохозяйствами в 2014 году составит 3,7% ВВП, финансовыми корпорациями – 3,8%, сектором государственного управления (расширенным правительством, включая ЦБ) – 2,3% ВВП. В этой связи мы рассмотрим, насколько реальными являются количественные предположения о взаимном кредитовании секторов внутренней экономики и привлечении иностранного капитала как ресурсов для инвестиций и насколько полно в этих предположениях учитываются доступные источники и стимулы роста. Наш анализ мы начнем с рассмотрения отношений с остальным миром.

Согласно прогнозу МЭР, росту валового располагаемого дохода, наряду с ростом ВВП, будет способствовать снижение отрицательного сальдо счета доходов от собственности и оплаты труда. Одновременно прогнозируется снижение чистого кредитования остального мира. В результате произойдут позитивные изменения в структуре использования ВВП: сократится доля чистого экспорта, возрастет доля как потребления, так и накопления.

Дело, однако, обстоит не так просто. Чистый экспорт товаров и услуг действительно, сокращается в силу роста импорта и снижения экспорта, соответственно, сокращается и доля чистого вывоза доходов и чистого вывоза капитала в ВВП. Прогноз МЭР

намечает медленное снижение доли чистого вывоза доходов и относительно быстрое сокращение доли чистого вывоза капитала (чистого кредитования остального мира). С тем, что номинальная доля чистого кредитования в ВВП будет сокращаться, в принципе, можно согласиться, но при этом необходимо сделать ряд оговорок.

До недавнего времени, за исключением кризисных периодов, спрос на иностранную валюту для вывоза капитала, укладывался в пределы, определяемые чистым экспортом за минусом чистого вывоза доходов. Но это не обязательно должно быть так в будущем. Вывоз капитала не детерминируется с жесткой необходимостью этими пределами¹⁰. Если чистый вывоз капитала *меньше* разницы между чистым экспортом и чистым вывозом доходов, избыточное предложение иностранной валюты должен снимать с рынка Центральный банк, чтобы не допустить чрезмерного укрепления рубля. И напротив, если чистый вывоз капитала *превышает* разницу между чистым экспортом и отрицательным сальдо счета доходов, ЦБ *вынужден продавать часть валютных резервов, чтобы покрыть спрос частного сектора на иностранную валюту и не допустить резкого снижения курса рубля*. В таком случае иностранные активы правительства будут замещаться иностранными активами частного сектора. Доля чистого кредитования в текущем ВВП, действительно, может снижаться, но при этом будут сокращаться валютные резервы, и не так важно, помещены ли они в стабилизационные фонды или нет. Действительно, начиная со второго квартала 2013 года валютные резервы, по данным платежного баланса, сокращались. Во втором квартале они снизились на 4,4 млрд долларов, в третьем квартале – на 7,4 млрд. Это значит, что потенциальные ресурсы роста, с учетом накопленных правительством резервных активов, по крайней мере, не увеличиваются, хотя номинально доля чистого кредитования остального мира в ВВП снижается.

10. В прогнозе Минэкономразвития высказано уверенное предположение, что «снижение поступлений по текущему счету и нормализация делового климата внутри страны позволят остановить отток капитала к 2015 году, а начиная с 2016 года обеспечить чистый приток на уровне 20 млрд долларов США» (с. 106). В действительности не существует жесткой зависимости между сальдо счета текущих операции и вывозом капитала. Чистый вывоз капитала может продолжаться и при нулевом или отрицательном сальдо счета текущих операций, но в этом случае он будет частично финансироваться за счет новых внешних заимствований, частично – за счет сокращения валютных резервов, как это было в течение второго и третьего кварталов 2013 года.

Согласно оценке Минэкономразвития доля чистого кредитования остального мира должна составить в 2013 году 1% ВВП. Есть основания усомниться в реальности этой цифры: в 2012 году чистое кредитование остального мира составляло 3,5% ВВП, по итогам первого полугодия 2013 года – 2,8%, за первые три квартала 2013 года, ориентировочно, 1,8% ВВП. В четвертом квартале 2011 и 2012 года отрицательное сальдо финансового счета по сравнению с третьим кварталом не сокращалось, а увеличивалось. Поэтому трудно ожидать, что по итогам 2013 года доля чистого кредитования остального мира в ВВП снизится до 1 процента.

Но даже в том случае, если по итогам 2013 года чистое кредитование остального мира составит всего 1 процент ВВП, как это намечается в прогнозе МЭР, это, само по себе, не будет означать увеличения ресурсов роста, если при этом синхронно возрастут внешние заимствования и значительно сократятся валютные резервы.

Наконец, рост внешних обязательств, в принципе, ведет к увеличению прибыли иностранных инвесторов и кредиторов и, следовательно, к увеличению отрицательного сальдо счета инвестиционных доходов, поглощающего все большую долю валюты, поступающей по чистому экспорту товаров и услуг. Если за первые три квартала 2012 года отрицательное сальдо счета инвестиционных и трудовых доходов составило 51,5 млрд долларов, то за соответствующий период 2013 года – 60,0 млрд долларов. Непонятно, почему авторы прогнозов МЭР уже не первый год намечают сокращение чистого вывоза доходов, хотя эти предположения, вполне закономерно, не подтверждаются.

«Уменьшение чистого потока инвестиционных доходов из России в зарубежные страны (при ослаблении номинального курса национальной валюты) станет следствием замедления прироста выплат доходов по иностранным инвестициям», говорится в прогнозе¹¹. Другими словами, чистый вывоз инвестиционных доходов

11. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов. Официальный сайт Минэкономразвития. Дословно совпадающая формулировка содержалась и в Прогнозе на 2013–2015 годы, опубликованном осенью прошлого года. Разумеется, это предположение не подтвердилось, но авторы Прогноза на 2014–2016 годы не считают нужным об этом упомянуть. Вообще, анализ достоверности предшествующих прогнозов и выполнения принятых ранее планов в тексте новых правительственных документов традиционно отсутствует.

уменьшится, потому что... уменьшится чистый вывоз инвестиционных доходов. Более убедительных объяснений авторы прогноза не предлагают.

Отрицательное сальдо счета доходов составило 3,7% ВВП как по итогам 2012 года, так и по итогам трех первых кварталов 2013-го. Согласно оценке МЭР, эта доля должна составить за 2013 год 3,1% ВВП, а в 2014 году – снизиться до 3,0%. И та, и другая цифра представляется сомнительной: в случае массивного наращивания обязательств доля чистого вывоза доходов в ВВП вряд ли будет снижаться даже умеренными темпами, намечаемыми в прогнозе МЭР.

В 2014 году, согласно прогнозу, чистое кредитование остального мира сократится до 0,3% ВВП, в 2015 и 2016 годах чистое заимствование у остального мира должно составить 0,6% и 1,0% ВВП соответственно. При этом вполне логично предполагается, что сальдо счета текущих операций станет отрицательным. Действительно, положительное сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами при положительном или нулевом сальдо счета текущих операций означало бы избыточное предложение иностранной валюты на внутреннем рынке и приводило не к притоку дополнительных ресурсов в экономику, а к росту валютных резервов, соответствующему положительному сальдо финансового счета. Для того чтобы чистый ввоз капитала действительно означал прирост материальных и финансовых ресурсов роста экономики, нужно, чтобы положительное сальдо финансового счета (перевес ввоза капитала над вывозом) уравновешивалось отрицательным сальдо счета текущих операций (перевесом импорта товаров и услуг над экспортом минус перевес вывоза доходов над их ввозом). В этом авторы прогноза вполне правы, однако здесь нужно сделать одно существенное уточнение.

Если чистый ввоз капитала будет всего лишь покрывать чистый вывоз доходов, а счет товаров и услуг станет нулевым, это будет равнозначно уплате процентов и дивидендов по старым обязательствам за счет новых заимствований, но дополнительных ресурсов роста экономика не получит. Необходимо, чтобы отрицательным было не только сальдо счета текущих операций, но и сальдо товаров и услуг. Другими словами, чистый экспорт должен сменить-

ся чистым импортом. Допустим, что финансирование внутреннего накопления за счет чистого заимствования у остального мира должно составить 1% ВВП (как это намечается в прогнозе), и при этом чистый вывоз доходов составит 3% ВВП. Это будет означать, что отрицательное сальдо счета товаров и услуг (чистый импорт) должен составить 1% ВВП, в отрицательное сальдо счета текущих операций – сумму чистого импорта и чистого вывоза доходов, т.е. 4% ВВП. Соответственно, чистые заимствования у остального мира должны составить не 1, а 4% ВВП, что, очевидно, нереально¹².

Но даже если будут достигнуты такие масштабы прироста внешних обязательств, с небольшим временным лагом резко возрастут выплаты иностранным инвесторам и кредиторам, уравновесить которые можно будет только с помощью новых, еще более крупных заимствований и т.д. Привлечение иностранного капитала для финансирования экономического роста превратится в погоню за призраком.

В 2005–2007 годах чистый ввоз капитала частным сектором совмещался с чистым экспортом и активным сальдо счета текущих операций; соответственно, валютные резервы росли как в результате чистого экспорта, так и в результате чистого ввоза капитала. Прирост валютных резервов финансировался за счет роста денежного предложения ЦБ. По сути дела, это означало, что реальным источником финансирования инвестиций были не внешние заимствования, а прирост денежной базы и (в той мере, в какой прирост денежной базы стерилизовался за счет профицита бюджета) ресурсы правительства. Именно активное использование монетарных и финансовых ресурсов обеспечивало высокие темпы инвестиций и, в целом, высокие темпы экономического роста

12. Согласно Прогнозу, в 2016 году чистый ввоз капитала частным сектором должен составить 20 млрд долларов, а отрицательное сальдо счета текущих операций – от 1 до 3 млрд долларов. Это соотношение (с учетом государственных заимствований), по мысли авторов прогноза, обеспечивает прирост ресурсов для инвестиций на уровне 1% ВВП.

В этих предположениях авторов Прогноза содержится существенная ошибка. Сальдо счета доходов составило в 2012 году около 74 млрд долларов. Допустим, что в 2016 году сальдо доходов останется на том же уровне (хотя, более вероятно, что оно вырастет). Тогда для того, чтобы чистый ввоз иностранного капитала обеспечил увеличение ресурсов роста на 20 млрд долларов, как это предусмотрено в Прогнозе, его гипотетический валовой объем должен составить не 20, а 94 млрд долларов. Отрицательное сальдо счета текущих операций также должно равняться 94 млрд долларов, а не 1–3 млрд, а отрицательное сальдо счета товаров и услуг, т.е. чистый импорт, – 20 млрд долларов.

в годы, предшествовавшие кризису. Но ресурсы ЦБ и правительства могли использоваться для поддержания роста и без внешних заимствований.

Когда разразился кризис 2008–2009 годов, чистый ввоз капитала частным сектором сменился чистым вывозом, а в последние годы стал также снижаться чистый экспорт. Соответственно, прирост валютных резервов был относительно небольшим и неустойчивым, а использование эмиссионного ресурса ЦБ практически прекратилось. Практика ЦБ такова, что когда на внутреннем рынке отсутствует значимое избыточное предложение иностранной валюты, эмиссионный ресурс остается незадействованным, а экономика функционирует в условиях дефицита наличности, который тормозит экономический рост, но этот вопрос относится скорее к денежно-кредитной политике ЦБ, чем к формированию платежного баланса.

Теперь перейдем к рассмотрению намечаемого в прогнозе кредитования сектора нефинансовых корпораций другими секторами внутренней экономики. Насколько реальны оценки этого кредитования за 2013 год, даваемые Минэкономразвития, и его прогнозы на среднесрочную перспективу? Начнем с сектора домашних хозяйств.

Валовое сбережение сектора домашних хозяйств, по оценке МЭР, составит в 2013 году 9,1% ВВП, а в сумме с полученными ими трансфертами – 10,6% ВВП. Затем доля сбережения домохозяйств будет постепенно снижаться, но основные пропорции их использования останутся в основном прежними: немного меньше половины сбережений домохозяйств будет использоваться для валового накопления основного капитала самим сектором домохозяйств, несколько больше половины составит чистое кредитование других секторов внутренней экономики, в конечном счете – нефинансовых корпораций. Чистое кредитование домашними хозяйствами других секторов внутренней экономики, согласно Прогнозу, должно составить в 2013 году 5,6%, в 2016 – 4,9% ВВП; сохранится также чистое кредитование домохозяйствами остального мира, хотя и в незначительных размерах (0,3% ВВП в 2013 году, 0,2% в 2016).

Для того чтобы оценить реальность этих показателей, обратимся к данным о сбережениях населения, приведенным в ежемесячном издании ФСГС «Социально-экономическое поло-

жение Российской Федерации». Наши расчеты, выполненные на основе данных этого издания, представлены в таблице 7. Объем сбережений населения, указанный в этом издании, составил в 2011 году 6,6% ВВП, в 2012 – 6,3%, в первом полугодии 2013 – 6,1%, что, очевидно, резко расходится с оценкой Минэкономразвития (9,1% ВВП по итогам 2013 года).

Таблица 7. Сбережения домохозяйств, в процентах от ВВП

Год	Сбережения домохозяйств, всего	Из них:		
		во вкладах и ценных бумагах	покупка иностранной валюты	изменение других финансовых активов
2011	6,6	3,4	2,7	0,5
2012	6,3	3,9	3,1	–0,7
2013 1 полугодие	6,1	4,2	2,5	–0,6

В этом расхождении, однако, нет никакой загадки: данные о сбережениях населения, даваемые в издании Росстата, очевидно, относятся только к сбережениям, помещаемым в финансовые активы, а накопление реального капитала сектором домашних хозяйств, по-видимому, отнесено к расходам на товары и услуги. В той части сбережений населения, которые помещаются в финансовые активы, суммарные величины данных Росстата и Минэкономразвития достаточно близки, а их расхождения вполне можно объяснить различиями в методах учета. Нам, однако, остается ответить на вопрос, действительно ли домохозяйства кредитуют сектор нефинансовых корпораций и остальной мир в тех размерах, которые указаны в Прогнозе МЭР.

Прежде всего, отметим, что объем покупки иностранной валюты домохозяйствами, которую можно приравнять к кредитованию остального мира, значительно больше, чем кредитование остального мира по оценке и прогнозу Минэкономразвития. Действительно, в первом полугодии 2013 года покупка валюты населением составила 2,5% ВВП и вряд ли может снизиться до 0,3% по итогам 2013 года, как это предусматривается в Прогнозе.

Теперь рассмотрим, как используются сбережения населения, помещаемые во вклады и ценные бумаги. Действительно

ли они полностью используются для кредитования нефинансовых корпораций? Ответ на этот вопрос содержится в таблице «Обзор кредитных организаций», размещаемой на сайте ЦБ и публикуемой в ежемесячном издании «Бюллетень банковской статистики». Но прежде, чем обратиться к этой таблице, нужно выяснить, в какой мере данные банковской статистики о депозитах населения соответствуют данным Росстата о сбережениях населения, помещаемых во вклады и ценные бумаги. Как видно из таблицы 8, данные Росстата и Банка России весьма близки, следовательно, основная и решающая часть сбережений населения, помещаемых во вклады и ценные бумаги, приходится на банковские депозиты.

Таблица 8. Сбережения и депозиты населения, по данным Росстата и Банка России

Год	Сбережения населения во вкладах и ценных бумагах (расчет на основе данных ФСГС)	Прирост депозитов населения в банках (данные банковской статистики)
2011	1887,1	2052,1
2012	2428,9	2175,1
2013 1 полугодие	1310,4	1295,0

Некоторое затруднение может быть связано с данными за 2011 год, когда прирост депозитов населения превысил сбережения во вкладах и ценных бумагах, но этот феномен можно объяснить, если допустить, что в 2011 году депозиты населения увеличивались отчасти за счет сокращения других финансовых активов. В целом, мы можем сделать важный для дальнейшего анализа вывод, что по структуре актива и пассива сводного баланса кредитных организаций можно судить о чистом кредитовании других секторов внутренней экономики сектором домашних хозяйств, следовательно, о реальности оценок и прогнозов Минэкономразвития. Данные о депозитах населения и предоставленных населению кредитах, и о чистом кредитовании домохозяйствами банковской системы приведены в таблице 9.

Как видно из таблицы 9, в 2011–2013 годах домохозяйства перестали играть роль важнейшего кредитора банковской системы, а при посредстве банков – кредиторов других секторов.

Таблица 9. Банковские кредиты и депозиты населения, млрд руб.

Год	Прирост депозитов населения в банках	Прирост кредитов, предоставленных населению банками	Чистое кредитование (+), чистое заимствование (–)	То же, в % ВВП
2010	2366	593	1773	3,8
2011	2052	1529	523	0,9
2012	2175	2358	–182	–0,3
2013*	1295	1137	158	0,5

*Данные за первое полугодие 2013 года.

Теперь депозиты населения в решающей части уравниваются банковскими кредитами, предоставленными населению, так что *чистое* кредитование домохозяйствами других секторов экономики составляло в 2011 году около 1% ВВП, в первом полугодии 2013 года – 0,5% ВВП. В 2012 году сектор домохозяйств по отношению к банковской системе выступал не как чистый кредитор, а как чистый заемщик. Общая тенденция к снижению роли сектора домохозяйств как чистого кредитора очевидна, и вполне возможно, что в среднесрочной перспективе за ним закрепится роль чистого заемщика. Но в любом случае, значения *чистого кредитования домохозяйствами сектора нефинансовых корпораций, принимаемые в Прогнозе Минэкономразвития (3–4% ВВП), нереальны*, они завышены почти на порядок. Авторы прогноза как будто не заметили изменений, произошедших по сравнению с 2010 годом.

Теперь рассмотрим, насколько реальны заложенные в Прогнозе размеры чистого кредитования сектора нефинансовых корпораций банками и другими финансовыми организациями. Для решения этой задачи сопоставим данные о чистом кредитовании финансовыми корпорациями (включая банки) других секторов экономики за 2009–2011 годы, представленные в национальных счетах, с соответствующими данными банковской статистики (табл. 10).

Как видно из таблицы 10, объем чистого кредитования финансовыми корпорациями других секторов экономики по данным банковской статистики в 2009–2011 годах неизменно превосходил объем чистого кредитования по данным национальных счетов. Это означает, что по отношению к другим секторам экономики (кроме банков) сектор финансовых корпораций выступал не в

Таблица 10. Чистое кредитование сектором финансовых корпораций других секторов экономики, млрд руб.

Показатели	2009	2010	2011	2012	2013*
Данные национальных счетов	963,9	527,8	560,0	Нет данных	Нет данных
Данные банковской статистики, всего	1047,9	620,1	960,5	921,8	552,0
В том числе:					
банки	930,6	653,8	862,4	909,8	409
другие финансовые организации	117,3	–33,7	98,1	12,0	143
Чистое кредитование финансовыми корпорациями других секторов экономики (по данным банковской статистики) в % ВВП	2,7	1,3	1,7	1,4	1,8

*Данные за 1 полугодие 2013 года.

роли чистого кредитора, а в роли чистого заемщика. В любом случае, чистое кредитование финансовыми корпорациями нефинансовых корпораций не может превышать величину чистого кредитования по сектору финансовых корпораций при посредстве банковской системы, т.е. 1,4–1,8% ВВП. Это значит, что *приведенный в Прогнозе показатель чистого кредитования финансовыми организациями (3,8–4,2% ВВП) нереален*: он завышен более чем вдвое.

Итак, Прогноз Минэкономразвития предполагает, что повышение темпа инвестиций и накопления основного капитала будет достигаться за счет чистого заимствования сектора нефинансовых корпораций у домохозяйств, финансовых организаций и, опосредованно, у остального мира, *при неуклонном сокращении ресурсов, поступающих от сектора государственного управления*. Приведенные расчеты показывают, что прогнозируемые объемы возможного чистого заимствования у домохозяйств завышены, ориентировочно, на порядок, объемы возможного заимствования у финансовых корпораций завышены, как минимум вдвое; чистое привлечение иностранного капитала, перекрывающее чистый вывоз доходов, в обозримой перспективе вообще нереально, во всяком случае, при сохранении неконтролируемого ввоза и вывоза капитала.

Все сказанное не означает, что в российской экономике вообще нет резервов, которые можно было бы использовать для

чистого кредитования нефинансовых корпораций и финансирования инвестиций, обеспечивающих ускорение экономического роста. Как уже говорилось, в прогнозе намечается существенное сокращение участия сектора государственного управления (расширенного правительства и Центрального банка) в финансировании инвестиций и процессе накопления капитала. Уровень сбережения государства, согласно прогнозу, сократится с 5,3% ВВП в 2013 году до 3,9% ВВП в 2016 году¹³. Как будет показано ниже, в течение уже ряда лет именно ресурсы правительства и Центрального банка являются основным источником чистого кредитования других секторов экономики, при том, что используются они далеко не полностью.

В определенной степени это признают и авторы Прогноза. Прогноз Минэкономразвития строится в четырех вариантах: варианты 1 и 3 и варианты А и С. Варианты 1 и 2 различаются внутренними условиями развития, варианты А и С строятся в зависимости от динамики мировых цен на нефть. Вариант 3, наиболее благоприятный, предполагает, во-первых, смягчение денежной политики и повышение темпов роста инвестиционного и потребительского кредита, во-вторых, «изменение бюджетных правил» (видимо, речь идет о формировании дефицита бюджета) и развертывание инфраструктурных проектов, финансируемых государством, в том числе за счет средств стабилизационных фондов.

Вариант 1 предполагает сохранение жесткой денежной и финансовой политики, но одновременно — перераспределение ресурсов в пользу обрабатывающих производств (за счет добывающих отраслей) в результате замораживания цен и тарифов естественных монополий в 2014 году и ограничения их роста в последующие годы темпами инфляции в каждом предшествующем году. Это приведет к повышению конкурентоспособности российской экономики, росту рентабельности обрабатывающих производств, перераспределению в их пользу инвестиционных ресурсов. Нам представляется, что факторы роста, заложенные в 1 и 3 вариантах, вполне совместимы: для повышения инвестиционной активности и стимулирования роста необходима как активная денежная и

13. Там же. С. 458.

финансовая политика (расширение кредита, рост государственных инвестиций, в том числе финансируемых за счет дефицита), так и сдерживание роста издержек, перераспределение ресурсов в пользу обрабатывающих отраслей.

Нужно отметить, что о смягчении денежной политики как возможном факторе ускорения роста в Прогнозе говорится (или, скорее, упоминается) лишь в самой общей форме; никаких расчетов количественных параметров смягчения денежной политики и их возможных последствий Прогноз не содержит¹⁴, причем вариант 3, в котором такое упоминание содержится, рассматривается как маловероятный¹⁵.

В Прогнозе, в частности, говорится: «Ослабление инфляции может также способствовать смягчению денежной политики и удешевлению кредита, что является важным фактором поддержания экономической активности»¹⁶. Но ослабление инфляции связывается с урожаем и, главное, с замораживанием цен и тарифов в базовых отраслях. Следовательно, инфляция не связана с денежной политикой, поэтому жесткая денежная политика не может быть оправдана задачей борьбы с инфляцией, и переход к активной денежной политике и снижение ставок не обязательно связывать с подавлением инфляции.

Вариант С предполагает рост цен на нефть до 113 долларов за баррель в 2014 году и до 120 долларов – в 2016. Авторы прогноза вполне справедливо полагают, что повышение мировых цен на нефть приведет лишь к незначительному ускорению роста. Напротив, резкое снижение цен на нефть, предусмотренное вариантом А, сопряжено с серьезными трудностями: ослаблением рубля, повышением темпов инфляции, замедлением роста.

Экономическая программа правительства должна предусматривать ослабление зависимости бюджетной системы, плате-

-
14. Интересно отметить, что в докладе ЦБ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 и плановый период 2015–2016 годы» возможность смягчения денежной политики вообще не упоминается.
 15. Характерно, что когда в Прогнозе речь идет об экономике США, Японии, ЕС и других стран, трактовка мягкой денежной политики как важнейшего условия выхода на траекторию роста принимается как нечто само собой разумеющееся. Однако на российскую экономику такой подход не распространяется.
 16. Там же. С. 120.

жесткоспособного спроса, инвестиционной активности от динамики мировых цен, и, вместе с тем, включать направления эффективного использования дополнительных доходов в случае их повышения. Пока же программные документы правительства и ЦБ лишь констатируют, что понижение мировых цен на нефть вызовет негативные последствия для экономики, а повышение мировых цен приведет, главным образом, к росту вывоза капитала¹⁷.

17. Так, в Прогнозе говорится: «Относительно высокие (по сравнению с двумя первыми посткризисными годами) цены на нефть в значительно меньшей степени трансформируются в экономический рост, а нефтяные доходы в большей степени становятся источником оттока капитала» (с. 74).

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ: ПРОФИЦИТ В УСЛОВИЯХ ФИСКАЛЬНОГО КРИЗИСА

Прирост или сокращение денежной базы в российской экономике зависит не только от операций ЦБ на валютном или кредитном рынке, но, в определенной мере, также от состояния федерального и консолидированного бюджета, от формирования бюджетного дефицита или избытка, т.е. от проводимой финансовой политики. Денежное предложение Центрального банка складывается под воздействием не только платежного баланса, но и текущего состояния бюджета.

Законом «О федеральном бюджете на 2013 г. и плановый период 2014–2015 гг.» утвержденное значение доходов на 2014 г. составляло 14 063,4 млрд руб.¹⁸, а в проекте федерального бюджета на 2014 г. планируются поступления в объеме 13 570,5 млрд руб.¹⁹, т.е. на 3,5% меньше. Также снижены планируемые объемы расходов федерального бюджета – примерно на 247 млрд руб. (1,7% от прошлогоднего плана) и предполагается более высокий уровень бюджетного дефицита – 0,5% ВВП вместо 0,2%.

Угроза снижения доходов федерального бюджета начала проявляться уже в 2013 году. Несмотря на традиционный рост доходных поступлений во II квартале года, объем доходов во II квар-

18. Федеральный закон от 03.12.2012 № 216-ФЗ (ред. от 07.06.2013) «О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов» [Электронный ресурс: СПС «КонсультантПлюс»].

19. Дефицит в пределах нормы: В Госдуму внесен проект федерального бюджета // Российская газета, 01.10.2013 [Электронный ресурс, URL: <http://www.rg.ru/2013/10/01/budjet.html>].

тале 2013 года по сравнению с соответствующим периодом 2012-го сократился не только в реальном, но и в номинальном выражении, чего не наблюдалось с кризисного — 2009 года.

Падение доходов наблюдается по всем основным статьям: даже в номинальном выражении заметно снизились поступления нефтегазовых доходов — НДС и вывозных таможенных пошлин, а также доходы от прочих налогов, включая налог на прибыль в доле, поступающей в федеральный бюджет.

Снижение нефтегазовых доходов, как обычно представляется, вызывается снижением цены нефти, среднее значение которой в I и II кварталах прошлого года составляло соответственно 117,3 и 106,5 долларов за баррель, а в 2013 г. — 111,1 в I квартале и 102,0 во II квартале. Однако следует заметить, что во II квартале 2012 г. по сравнению с аналогичным периодом 2011 г. средняя цена нефти была ниже примерно на 7%, но тогда это не привело к сокращению нефтегазовых доходов бюджета. Напротив, они выросли почти на 20% в номинальном выражении и примерно на 10,8% в реальном выражении.

Таким образом, зависимость доходов федерального бюджета от цены нефти в последние годы не столь очевидна. Стандартный статистический анализ поступлений нефтегазовых доходов и среднемесячных цен нефти (переведенных в рубли), проведенный на месячных данных с января 2010 г. по июль 2013, не обнаруживает значимой зависимости между колебаниями цен и динамикой доходов бюджета²⁰. Очевидно, что динамика поступлений нефтегазовых доходов определяется рядом других, не столь очевидных, факторов²¹, что требует дальнейшего анализа. Тем не менее, по сложившейся бюджетной традиции, одним из основных параметров будущего финансового плана остается цена нефти.

-
20. Основная проблема, как представляется, заключается в том, что все построенные регрессии с введением нефтегазовых доходов (в реальном выражении) как зависимой переменной характеризуются наличием автокорреляции остатков. Данная проблема остается вне зависимости от способов коррекции сезонности, исключения периодов с необъяснимыми выбросами доходов, использования относительных величин и методов оценивания (анализ проводился с использованием пакета EViews).
21. Исследовались различные множественные регрессии с включением показателей: индекс производства в деятельности по добыче топливно-энергетических ископаемых, индекс промышленного производства, прибыль организаций, ставка НДС.

В I квартале года федеральный бюджет обычно сводится с небольшим дефицитом, который связан с сезонным сокращением доходов и поступлений в бюджеты всех уровней. Этот формальный дефицит перекрывается дополнительными доходами, так что фактически формируется не дефицит, а избыток бюджета, который используется для прироста остатков на счетах бюджета. В I квартале 2013 года фактический избыток бюджета использовался также для погашения внутреннего долга.

Во II квартале федеральный бюджет сводится с крупным избытком, который почти целиком оседает на счетах бюджета в ЦБ и коммерческих банках. В целом, в I полугодии, как 2012, так и 2013 года, федеральный бюджет был сведен с крупным избытком, который почти полностью оседал на счетах бюджета. Соответствующие данные приведены в таблице 11.

Как видно из этой таблицы, несмотря на снижение поступлений по ряду статей доходов бюджета, реальный избыток федерального бюджета в I полугодии 2013 года составил 3,4% ВВП (4,2% в I полугодии 2012 года). Формальным оправданием этой ситуации может послужить ссылка на то, что в 4 квартале каждого года бюджет сводится с крупным дефицитом, и тогда происходит сокращение счетов бюджета в ЦБ и коммерческих банках. Но этот довод не опровергает того факта, что бюджетный избыток, накапливаемый в течение трех первых кварталов года, оказывает тормозящее воздействие на экономическую динамику. Видимо, речь должна идти о том, чтобы добиться большей равномерности в поступлении доходов и осуществлении расходов бюджета и задействовать дополнительные источники финансирования бюджетного дефицита.

Несколько слов нужно сказать о проводившейся политике государственного долга. В 2011 и 2012 годах Минфин, несмотря на крупный избыток бюджета в течение трех первых кварталов года, осуществлял масштабные внутренние (и внешние) заимствования. Эта иррациональная долговая политика обосновывалась, мягко говоря, странным тезисом, сформулированным министром финансов Силуановым: *занимай и сберегай*. В I квартале 2013 года эта политика, как могло показаться, была молчаливо пересмотрена: Минфин не увеличивал, а сокращал государственный долг. Однако уже во II квартале масштабные заимствования Минфина на вну-

Таблица 11. Формирование и использование избытка федерального бюджета в первом полугодии 2012 и 2013 годов*, млрд руб.

Показатели	I полугодие 2012	I полугодие 2013
Формирование избытка федерального бюджета		
Объявленный профицит	270,7	367,9
Прирост внутреннего долга	245,2	
Доходы от приватизации	6,1	17,4
Переоценка и продажа драгметаллов	3,8	2,7
Выигрыш на валютном курсе	109,4	321,8
Операции по управлению едиными счетами бюджета	389,9	350,2
Прирост внешнего долга	168,9	
Неуказанные доходы	0,6	0,6
Итого избыток федерального бюджета	1194,6	1064,6
Использование избытка федерального бюджета		
Прирост остатков на счетах бюджета	1119,2	998,6
Бюджетные кредиты	3,0	13,0
Прочие внутренние расходы	6,4	5,0
Погашение внутреннего долга		6,8
Погашение внешнего долга		31,6
Прочие расходы за границей	66,0	5,6
Итого использование избытка федерального бюджета	1194,6	1064,6
<i>Справочно**:</i> прирост остатков денежных средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния	1186	1008,2

* Рассчитано по данным ФСГС.URL: <http://www.gks.ru>.

** Рассчитано по данным Федерального казначейства.URL: <http://www.roskazna.ru>.

треннем фондовом рынке возобновились. Тем не менее, размер погашения долга в I квартале 2013 года превышал его прирост во втором, так что по итогам за I полугодие 2013 года избыток бюджета служил источником частичного погашения государственного долга как внутреннего, так и внешнего.

Насколько можно судить по опубликованному летом 2013 года докладу Минфина «Основные направления бюджетной политики на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов», на среднесрочную перспективу намечается политика чрезмерных заимство-

ваний на внутреннем и внешнем рынках. Так, согласно проекту на 2014 год, дефицит федерального бюджета составит 361,5 млрд рублей. При этом прирост внутреннего долга намечается в размере 974,1 млрд руб., прирост внешнего долга – в размере 224,7 млрд руб. Кроме того, проектируются доходы от приватизации, равные 230,8 млрд руб. В сумме прирост долга и доходы от приватизации составят 1429,6 млрд руб. и превысят намечаемый дефицит в 4 раза! Это значит, что в действительности бюджет будет сводиться не с дефицитом, а с избытком, равным 1068,1 млрд (1429,6–361,5), что составляет 1,4% ВВП²², или 7,7% от намечаемых расходов федерального бюджета.

Прирост внутреннего государственного долга означает замещение государственными обязательствами тех или иных других активов частного сектора: либо иностранных активов, либо реальных инвестиций. Поскольку спрос на иностранные активы в 2012 и 2013 годах отнюдь не сокращался, остается предположить, что крупный прирост государственного долга вытеснял реальные инвестиции. Эффект вытеснения инвестиций (хорошо известный экономической теории) сказывается с некоторым временным лагом, поэтому прирост долга в 2012 году мог способствовать снижению инвестиций в 2013-м. Нарастивание государственного долга в условиях избытка бюджета нам представляется абсолютно недопустимым.

Расходы федерального бюджета на обслуживание долга быстро растут, причем на среднесрочную перспективу намечается их дальнейший рост (табл. 12).

Таблица 12. Расходы на обслуживание государственного долга, в % от расходов федерального бюджета

2009	2010	2011	2012	2013 Январь–июль	2013 (закон)	2014 (проект)
1,8	1,9	2,4	2,5	2,9	3,1	3,4

Нужно иметь в виду, что доходность от размещения средств Резервного фонда существенно ниже процента, выплачиваемого по государственным заимствованиям. Если не рассматривать 2009 год,

22. Мы исходим из намечаемого в прогнозе объема ВВП, равного 74 трлн руб.

когда рубль резко подешевел, доходность от вложения средств Резервного фонда в иностранную валюту невелика — в среднем за 2010–2011 годы около 4%. Напротив, внутренний государственный долг характеризуется бескупонной доходностью в интервале от 5 до 9% (в зависимости от срока погашения облигаций). Согласно «Основным направлениям бюджетной политики на 2013 год и плановый период 2014–2015 годов» расходы на обслуживание государственного внутреннего долга рассчитывались исходя из планируемой доходности по краткосрочным инструментам до 4,5–5,5% и по среднесрочным и долгосрочным инструментам до 6,0–7,5% и 7,5–8,5% соответственно. Таким образом, очевидно, что доходы от сбережения (с учетом курсовой разницы) меньше расходов на обслуживание заимствований.

Формальным объяснением такой политики служит опасение дальнейшего снижения доходов бюджета и рисками резкого падения нефтегазовых доходов, в связи с чем будущий дефицит бюджета должен финансироваться за счет заимствований. Таким образом, в настоящее время производится отработка данного механизма, имеющая целью, в том числе, развитие рынка государственных облигаций²³.

Одновременно с этим в бюджет на очередной финансовый период уже заложено сокращение расходов по важнейшим направлениям социально-экономического развития. В первую очередь это касается решения об «экономии» средств федерального бюджета за счет сокращения трансфертов Пенсионному фонду. В результате, как минимум на 2014 г., работающие граждане останутся без накопительной части пенсии, которая будет распределена в страховую часть, а система негосударственного пенсионного страхования — без своих основных ресурсов. Кроме того, согласно «Основным направлениям бюджетной политики на 2014 год...», намечается устойчивая тенденция к сокращению доли расходов федерального бюджета на социальную политику и здравоохранение с одновременным ростом доли расходов на национальную оборону (8,4% в 2013, 9,6% в 2014, 10,7 в 2015 и 10,8% в 2016 году). В конечном итоге 18% расходов

23. См.: Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 годы.

федерального бюджета к 2016 г. будут направляться на нужды ВПК и национальной безопасности.

Так называемый «нефтегазовый дефицит» федерального бюджета составляет, округленно, 10% ВВП. Можно ли в среднесрочной перспективе, хотя бы частично, покрыть его доходами от внутренней экономики? Полагаем, что это вполне возможно.

Одним из источников доходов федерального бюджета, замещающим доходы от внешнеэкономической деятельности, может служить эмиссионный ресурс Центрального банка. Равномерный неинфляционный рост денежной базы в соответствии с нуждами экономики может составить 3–4% ВВП в год. Поступление доходов от равномерной эмиссии ЦБ в федеральный бюджет позволило бы сократить нефтегазовый дефицит с 10 до 6–7% ВВП.

Другим источником, способным заместить нефтегазовые доходы бюджета, могло бы явиться прогрессивное налогообложение высоких и сверхвысоких личных доходов. В настоящее время в России применяется плоская шкала обложения личных доходов, чего, насколько нам известно, нет ни в одной развитой стране. Налогообложение высоких и сверхвысоких доходов в России беспрецедентно низкое. Сокращение располагаемого дохода верхнего слоя домохозяйств, связанное с введением прогрессивной шкалы налогообложения, в принципе, должно привести к сокращению элитарного, престижного потребления, непроизводительного импорта и вывоза капитала, а не к сокращению инвестиций в реальный капитал. Инвестиции корпораций (помимо привлеченных средств) осуществляются, главным образом, за счет нераспределенной прибыли и амортизации, причем далеко не все средства из этих источников используются для реальных инвестиций.

В 2011 и 2012 годах поступления в консолидированный бюджет налога на личные доходы составили 3,6% ВВП. Введение прогрессивной шкалы позволило бы, по крайней мере, удвоить эти доходы. Поступления по ставке, превышающей нынешние 13% обложения, могли бы направляться в федеральный бюджет, при этом поступления в региональные бюджеты останутся на прежнем уровне. В результате критически необходимый уровень нефтегазовых доходов федерального бюджета был бы снижен до 2,5–3,5% ВВП. Такой уровень нефтегазовых доходов сохранится в течение

достаточно длительного времени, даже при постепенном сокращении экспорта или снижении мировых цен на нефть. Существуют и другие, неучтенные источники возможных доходов бюджета.

Таким образом, зависимость бюджета от нефтегазовых расходов не носит фатального характера и вполне может быть преодолена. Разумеется, это не исключает формирования умеренного дефицита бюджета, вызванного неотложными нуждами социально-экономического развития страны и финансируемого, в основном, за счет внутренних заимствований.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ: ЖЕСТКАЯ РЕСТРИКЦИЯ В УСЛОВИЯХ ЗАТУХАЮЩЕГО РОСТА

Теперь мы можем обратиться к рассмотрению денежно-кредитной политики, проводимой Банком России. Отчасти она детерминирована состоянием платежного баланса и федерального бюджета, о чем речь шла выше. Это, однако, не означает, что ЦБ не обладает рычагами гибкого реагирования на негативные или позитивные процессы в реальном секторе, в области внешнеэкономических связей, в сфере государственных финансов. Тем не менее, как будет показано выше, ЦБ в рассматриваемый период времени не столько воздействовал на складывающуюся ситуацию, сколько пассивно следовал за ней.

В России в течение последних 15 лет денежное предложение Центрального банка строилось в жесткой зависимости от прироста валютных резервов, точнее, от покупки Центральным банком избытка валюты, предлагаемой на внутреннем рынке. Поскольку альтернативные каналы денежного предложения ЦБ — кредитование коммерческих банков или правительства — так и не были задействованы в полной мере, нулевой прирост валютных резервов оборачивается нулевым приростом денежной базы, несмотря на то, что даже слабый рост экономики и продолжающаяся инфляция требуют увеличения количества денег высокой эффективности. Кроме того, отказываясь от дополнительной эмиссии, ЦБ и правительство теряют один из важнейших ресурсов финансирования бюджетного дефицита и прямого воздействия на агрегированный спрос и экономическую активность.

Нужно также иметь в виду, что прирост валютных резервов формируется в результате не только покупки валюты Центральным банком, но также в результате отчислений в стабилизационные фонды. В первом полугодии 2013 года прирост валютных резервов составил всего 0,5 млрд долларов, т.е. был существенно меньше отчислений в стабилизационные фонды (около 22 млрд долл. в «чистой оценке», т.е. с учетом уменьшения объема Фонда национального благосостояния примерно на 2 млрд долл., направленных на софинансирование добровольных пенсионных накоплений граждан). Это означает, что ЦБ не покупал, а *продавал* иностранную валюту на внутреннем рынке. Действительно, нетто-продажа валюты Банком России составила более 8 млрд долларов. Следовательно, операции ЦБ на валютном рынке способствовали не расширению, а сжатию денежного предложения.

В документах ЦБ, в частности, в ежегодно публикуемых «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики», уже ряд лет ставится задача отказаться от активного, массивного присутствия ЦБ на валютном рынке и регулирования валютного курса. Действительно, условия для этого теперь созрели, потому что спрос и предложение частного сектора на иностранную валюту почти сравнялись. Однако уход ЦБ с валютного рынка требует, чтобы были задействованы другие каналы денежного предложения, а именно кредитование коммерческих банков и правительства, но, как будет показано ниже, этого на деле не произошло, и, следовательно, свертывание валютных операций ЦБ сопровождается сжатием его денежного предложения.

Согласно докладу ЦБ, отказ от управления валютным курсом позволит Банку России сосредоточить внимание на подавлении инфляции. Но инфляция в России носит немонетарный характер и не может быть остановлена методами денежной политики. Главный «конфликт целей» денежно-кредитной политики заключается не в противоречии между подавлением инфляции и регулированием валютного курса, как это полагают авторы доклада ЦБ, а в противоречии между ограниченными (в принципе) возможностями неинфляционного денежного предложения, с одной стороны, и стимулированием агрегированного спроса и экономического роста — с другой. (Именно так трактуется «конфликт целей» денежной поли-

тики в мировой литературе.) Однако экономический рост как одна из целей денежно-кредитной политики в докладах ЦБ традиционно игнорируется.

Кратко напомним, из чего складываются ресурсы Центрального банка и как они используются (или могут использоваться). Основными пассивами в балансе ЦБ являются, во-первых, прирост денежной базы, во-вторых, прирост остатков на счетах расширенного правительства. Прирост денежной базы, в принципе, определяется политикой ЦБ, прирост остатков на счетах бюджетов всех уровней зависит от финансовой политики правительства. Основные активы баланса ЦБ – это прирост иностранных активов, прирост кредитов банкам и правительству.

Однако группировка статей баланса ЦБ на ресурсы и направления их использования не вполне тождественна группировке на активы и пассивы. Совпадение двух этих группировок статей баланса ЦБ достигается только в том случае, если прирост всех активов и всех пассивов имеет положительное значение. Тогда прирост всех пассивов служит ресурсом для прироста активов. Однако допустим, что какая-либо статья актива ЦБ, например кредиты, предоставленные кредитным организациям, не увеличивается, а уменьшается. Это значит, что кредитные организации погасили часть задолженности перед Центральным банком, и, следовательно, ЦБ может использовать сумму погашения либо для других активных операций, либо для погашения собственных обязательств перед правительством или частным сектором. Таким образом, уменьшение того или иного актива нужно отнести к ресурсам, а уменьшение того или иного пассива (обязательства) – к направлениям использования ресурсов. С учетом этих предварительных замечаний рассмотрим баланс ЦБ, сформированный не по пассивам и активам, а по ресурсам и направлениям их использования. Соответствующие данные представлены в таблице 13.

Как видно из таблицы 13, в I полугодии, как 2012, так и 2013 года, основным ресурсом ЦБ явился прирост остатков на счетах правительства, обусловленный, главным образом, избытком федерального и консолидированного бюджета. Как в 2012, так и в 2013 году, часть ресурсов ЦБ использовалась для прироста иностранных активов, часть – уравновешивалась сокращением денежной базы.

Таблица 13. Аналитическое представление баланса ЦБ за I полугодие 2012 и 2013 года, млрд руб.

Ресурсы	2012	2013	Использование	2012	2013
Прирост обязательств перед расширенным правительством	2384	712	Прирост чистых иностранных активов	836	537
Уменьшение кредита правительству		3	Уменьшение денежной базы	515	790
Уменьшение кредитов банкам		399	Уменьшение других депозитов	98	5
Уменьшение кредитов другим секторам		4	Прирост кредитов банкам	1049	
Прирост других обязательств перед банками (помимо денежной базы)		45	Прирост кредита правительству	16	
Прирост капитала ЦБ	5	23	Прирост кредитов другим секторам	2	
Прирост прочих пассивов	127	206	Прирост прочих активов		60
Итого ресурсов	2516	1392	Итого использование	2516	1392

Однако были и существенные различия: В 2012 году (в I полугодии) более 1 триллиона рублей, или 42% ресурсов ЦБ, было использовано для кредитования банков, что в значительной мере компенсировало сдерживающее влияние сокращения денежной базы на кредитную активность банков. Напротив, в 2013 году задолженность банков перед ЦБ сократилась. Политику, проводившуюся ЦБ в I полугодии 2013 года, можно назвать вдвойне ограничительной: сжатие банковских резервов сопровождалось сокращением кредитования коммерческих банков Банком России. Неизбежным результатом такой политики является дефицит ликвидности в банковской системе и в экономике в целом, рост процентных ставок и торможение экономического роста.

В докладе ЦБ, опубликованном в 2013 году²⁴ (так же как в докладе, опубликованном год назад), констатируется, что банковская система функционирует в условиях дефицита ликвидности, однако авторы этих докладов странным образом не связывают дефицит банковских резервов ликвидности с проводимой ЦБ денежно-кредитной политикой. По их мнению, сокращение количества денег высокой эффективности обусловлено исключительно

24. «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и плановый период 2015–2016 годов». Официальный сайт Банка России.

накоплением остатков на счетах бюджетов. Однако, как показывает анализ баланса Центрального банка, наращивание остатков на счетах бюджета ведет к сжатию денежной базы лишь в той мере, в какой Центральный банк ограничивает свои активные операции. Прирост остатков на счетах правительства действительно может уравниваться сжатием денежной базы, но только в том случае, если приросту пассивов в балансе ЦБ не противостоит прирост кредитов и иностранных активов. Обострение структурной нехватки ликвидности в 2013 году вызывалась непосредственно действиями ЦБ, а именно свертыванием кредитования коммерческих банков.

Намечаемые направления политики формулируются в докладе ЦБ настолько туманно и противоречиво, что смысл их становится трудно уловимым. Приведем один абзац из названного доклада ЦБ: *«Учитывая, что воздействие денежно-кредитной политики на экономику в рамках режима таргетирования инфляции осуществляется преимущественно через процентные ставки, Банк России продолжит реализацию мер по совершенствованию системы инструментов денежно-кредитной политики с целью усиления действенности процентного канала трансмиссионного механизма. Способствовать повышению действенности денежно-кредитной политики также будут меры Банка России по развитию инфраструктуры финансовых рынков и расширению их емкости, а также по «тонкой настройке» платежной системы Банка России»²⁵.*

Остается неясным, должна ли процентная политика воздействовать на инфляцию (тогда, в принципе, следует сохранять высокие ставки) или на экономическую динамику (тогда ставки надо снижать). В одних местах доклада утверждается, что процентную политику предполагается использовать для сдерживания инфляции, в других — для стимулирования роста. Авторы доклада не видят в этом противоречия. По их мнению, «достижение целей по инфляции» само по себе обеспечивает устойчивый сбалансированный рост. Однако весь мировой опыт стабилизационной политики доказывает, что это не так: стабильные цены вполне совместимы, как с устойчивым ростом, так и с экономическим спадом, причем

25. «Основные направления...». С. 3.

подавление инфляции *методами монетарной политики* ведет скорее к спаду, чем к росту. Стимулирование и поддержание устойчивого роста — самостоятельная задача, стоящая перед центральными банками развитых стран, которую нельзя свести к подавлению инфляции.

Термин «тонкая настройка» упоминается всуе, так же как термин «конфликт целей»: под «тонкой настройкой» в экономической литературе до сих пор понималась гибкая реакция на экономическую ситуацию, складывающуюся из месяца в месяц, из квартала в квартал, со стороны денежных властей, увеличивающих или уменьшающих денежное предложение, а не корректировка платежной системы. Насколько нам известно, руководители и аналитики ЦБ никогда не придерживались кейнсианского принципа «тонкой настройки». Можно привести много других примеров несообразностей, прикрываемых усложненным изложением, пустой игры терминами в докладе ЦБ, но текстуальный анализ этого доклада не входит в наши задачи.

КРЕДИТНАЯ АКТИВНОСТЬ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ: РЕАЛЬНЫЕ ИСТОЧНИКИ ЧИСТОГО КРЕДИТОВАНИЯ НЕФИНАНСОВЫХ КОРПОРАЦИЙ И ОСТАЛЬНОГО МИРА

Как ограничительная политика ЦБ сказывалась на кредитной активности банков? Для ответа на этот вопрос мы сопоставим аналитическое представление баланса кредитных организаций за первое полугодие 2012 и 2013 годов (табл. 14 и 15)²⁶.

Показателем кредитной активности банковской системы является не только валовой объем кредитов, но также величина чистого кредитования нефинансовых корпораций, т.е. перераспределение сбережений других секторов в пользу предприятий реального сектора. Конечно, далеко не все кредиты, предоставленные нефинансовым корпорациям, используются для реальных инвестиций, но, во всяком случае, именно интенсивность перераспределения сбережений свидетельствует о потенциале реальных инвестиций. Приведенные в таблицах 14 и 15 данные свидетельствуют о том, что денежно-кредитная политика ЦБ и финансовая политика правительства оказывали решающее влияние на кредитную активность коммерческих банков: и в 2012, и в 2013 году главными чистыми кредиторами банковской системы были ЦБ и/или правительство.

В I полугодии 2012 года единственным крупным чистым кредитором банковской системы был ЦБ. Ресурсы *чистого* кредитования коммерческих банков Банком России складывались из при-

26. Таблицы 13 и 14 рассчитаны по данным таблиц «Обзор кредитных организаций», размещаемых на официальном сайте Банка России.

Таблица 14. Аналитическое представление баланса кредитных организаций в I полугодии 2012 года, млрд руб.

Показатели	Активы банков	Пассивы банков	Чистое кредитование банковской системы	Чистое заимствование у банковской системы
Остальной мир	440	493	53	
Правительство	92	-311		403
Центральный банк	-580	1050	1630	
Нефинансовые организации	1235	-178		1413
Домохозяйства	1098	893		205
Другие финансовые организации	166	145		21
Капитал банков и другие пассивы		361	361	
Итого	2452	2452	2043	2043

Таблица 15. Аналитическое представление баланса кредитных организаций в I полугодии 2013 года, млрд руб.

	Активы банков	Пассивы банков	Чистое кредитование банковской системы	Чистое заимствование у банковской системы
Остальной мир	1701	854		847
Правительство	-21	536	557	
Центральный банк	-786	-350	436	
Нефинансовые организации	1419	563		856
Домохозяйства	1137	1295	158	
Другие финансовые организации	145	288	143	
Капитал банков и другие пассивы		409	409	
Итого	3595	3595	1703	1703

роста валовых кредитов ЦБ и сокращения обязательств ЦБ перед банками (сокращения резервов ликвидности). Основным чистым заемщиком у банковской системы явился сектор нефинансовых корпораций. Об интенсивности процессов перераспределения сбережений в пользу сектора нефинансовых корпораций свидетельствует также сокращение обязательств банков перед нефинансовыми корпорациями.

Правительство в I полугодии 2012 года также выступало как чистый заемщик, что отражало спорную (чтобы не сказать, абсурдную) концепцию государственных заимствований («занимай

и сберегай»). Остальной мир выступал в роли чистого кредитора, хотя и второстепенного, следовательно, ресурсы банков не использовались для кредитования остального мира. Сектор домохозяйств выступал в роли чистого заемщика, что было явной аномалией, потому что означало, что сектор домашних хозяйств не участвует в накоплении реального производственного капитала.

В I полугодии 2013 года мы видим принципиально другую картину кредитной активности банков. Позитивные изменения заключаются в том, что правительство превращается из чистого заемщика в чистого кредитора, поскольку отказывается от массированных заимствований на внутреннем финансовом рынке (по крайней мере, временно), а сектор домохозяйств и сектор небанковских финансовых организаций возвращают себе роль чистых кредиторов. Негативные изменения заключаются в том, что, *во-первых*, резко сокращается роль ЦБ как чистого кредитора, причем чистое кредитование банков Центральным банком достигается исключительно за счет сокращения резервов ликвидности, при одновременном сокращении валовых кредитов, предоставляемых ЦБ. *Во-вторых*, остальной мир выступает теперь в роли чистого заемщика банковской системы, причем объем чистого кредитования остального мира поглощает половину ресурсов чистого кредитования и практически равен чистому кредитованию нефинансовых корпораций. В результате чистое кредитование банками нефинансовых корпораций *сократилось* с 1413 до 856 млрд руб., т.е. в 1,7 раза. Правда, валовой кредит нефинансовым корпорациям номинально увеличился с 1235 до 1419 млрд руб., т.е. на 15%, однако это увеличение достигалось исключительно за счет перераспределения сбережений внутри самого сектора нефинансовых корпораций. Рост остатков на счетах нефинансовых корпораций свидетельствовал о снижении их инвестиционной активности.

Резкое сокращение резервов ликвидности вело к повышению всего спектра процентных ставок и закономерному снижению инвестиционной активности нефинансовых предприятий. Авторы доклада ЦБ констатируют: *«По мере увеличения структурного дефицита ликвидности, обусловленного ростом остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России, а также чистыми продажами иностранной валюты Банком России*

на внутреннем валютном рынке, произошел сдвиг рыночных процентных ставок к верхней границе этого коридора»²⁷.

Ставка по кредитам нефинансовым организациям сроком более 1 года в истекшие кварталы 2013 года держалась на уровне 11–12%.²⁸ По сравнению с 2011 годом, ставка по долгосрочным кредитам в 2013 году выросла почти вдвое. Этот факт в значительной мере объясняет замедление роста инвестиций в 2012 и их абсолютное сокращение в первом полугодии 2013 года.

На среднесрочную перспективу ЦБ намечает переход к формированию предложения денег высокой эффективности по каналам внутреннего кредитования. (Впрочем, такие же намерения декларировались в докладах ЦБ, опубликованных и в прошлом, и в позапрошлом году, однако качественных сдвигов не произошло.) Вызывает некоторое удивление то обстоятельство, что при этом прогнозируется сохранение дефицита ликвидности²⁹.

В докладе ЦБ констатируется, что *«экономическая активность в России, в соответствии с прогнозом Банка России, в 2014 году будет оставаться на невысоких уровнях вследствие ограниченных возможностей по дальнейшему повышению загрузки факторов производства, сохранения высокого уровня экономической неопределенности и замедления роста бюджетных расходов»*³⁰. Однако при этом ничего не говорится о том, в какой мере и какими средствами денежно-кредитная политика ЦБ могла бы противодействовать негативным тенденциям, например, уравновесить сжатие бюджетных расходов (если оно действительно необходимо, в чем тоже есть все основания усомниться) с помощью денежной экспансии и увеличения кредитования экономики. В последние годы

27. «Основные направления...». С. 6.

28. Напомним, что в течение 2010 года ставка по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям снизилась с 10 до 8%. В 2011 году эта ставка колебалась в интервале 6,4 – 7,7%. В 2012 и 2013 годах ставка по долгосрочным кредитам имела повышательный тренд; она практически не опускалась ниже 11%, а в отдельные месяцы превышала 12%.

29. Так, авторы доклада пишут: *«Денежное предложение на уровне органов денежно-кредитного регулирования будет формироваться преимущественно за счет операций Банка России по рефинансированию кредитных организаций, и в рамках всех рассматриваемых вариантов ожидается рост валового кредита банкам. Таким образом (?), согласно прогнозам Банка России, структурный дефицит ликвидности банковского сектора сохранится (!)»*.

30. «Основные направления...». С. 14.

Центральный банк не столько влиял на формирование макроэкономических условий, сколько пассивно следовал за изменениями в сфере внешнеэкономических отношений и государственных финансов. Такой же пассивной тактики он намерен придерживаться и в среднесрочной перспективе. Соединение жесткой денежной политики с сокращением бюджетных расходов (если такое соединение осуществляется не в период бума и перегрева экономики) в мировой практике рассматривается как политика, однозначно ведущая к депрессии.

ВЫВОДЫ

Факторы, вызывающие стагнацию экономики, грозящую перерасти в депрессию, можно кратко суммировать так:

1. Ценовая и тарифная политика сырьевых монополий и правительства ведет к ценовым диспропорциям между сырьевыми и перерабатывающими отраслями и кумулятивному снижению рентабельности, нарастающему от передела к переделу.

2. Отсутствует четкая и последовательная политики доходов, в результате нарастает социальное неравенство, увеличивается показное, расточительное потребление, поглощающее значительную часть добавленной стоимости, которая могла бы использоваться для реальных инвестиций и решения социальных проблем.

3. Растет неуправляемый спрос на иностранные активы, финансируемый в решающей степени за счет внешних заимствований. Эти заимствования ничего не дают российской экономике, но обременяют ее выплатами по внешним обязательствам.

4. Долговая политика Минфина, не связанная с реальными потребностями финансирования дефицита, отвлекает ресурсы от реальных инвестиций и создает напряжение на фондовом рынке, вызывает повышение ставки по долгосрочным кредитам,

5. Сжатие расходов бюджета сдерживает рост агрегированного спроса, замораживает часть доходов, поступающих в бюджет. Профицит бюджета, который искусственно поддерживается в течение двух или трех кварталов года, является встроенным тормозом роста экономики.

6. Политика денежной и кредитной рестрикции, проводимая Центральным банком, генерирует дефицит ликвидности в экономике, повышает весь спектр процентных ставок. В результате этой политики стерилизуется, уходит в песок большая часть средств бюджета, оседающая на счетах в ЦБ. Эмиссионный доход, который мог бы направляться на финансирование расходов бюджета и предоставление банкам ресурсов кредитования, не используется вовсе.

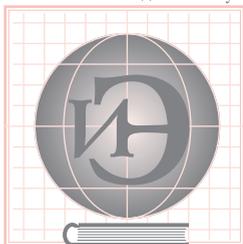
Все названные выше факторы рецессии сказываются на процессах перераспределения сбережений институциональных секторов, протекающих, преимущественно, через систему коммерческих банков. Домашние хозяйства практически перестали быть крупным кредитором банковской системы и, следовательно, перестали участвовать своими сбережениями в накоплении реального производственного капитала. Основными чистыми кредиторами банковского сектора, а через посредство банков – сектора нефинансовых корпораций, стали ЦБ и правительство. Однако «чистое кредитование» коммерческих банков Центральным банком складывалось в первом полугодии 2013-го из сокращения банковских резервов ликвидности, которое перекрывало одновременное сокращение кредитов, предоставляемых банкам ЦБ. Чистое кредитование банков правительством (в основном – рост остатков на счетах правительства) было крайне неустойчивым: в I полугодии 2013 года правительство выступало как чистый кредитор, но в I полугодии 2012 года, в период крупных заимствований правительства на внутреннем рынке, – как чистый заемщик. Примерно половину ресурсов банков поглощал прирост иностранных активов.

Основной вывод, к которому мы приходим, можно сформулировать так: сегодняшние трудности российской экономики вызываются не столько внешними причинами, сколько проводимой экономической политикой – ценовой, структурной, внешнеэкономической, финансовой, денежно-кредитной, политикой доходов. Без пересмотра этой политики во всех ее аспектах перспективы роста не просматриваются.

Литература

1. Основные направления бюджетной политики на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов. Официальный сайт Министерства финансов.
2. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов. Официальный сайт Банка России.
3. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов. Официальный сайт Минэкономразвития.
4. Бюллетень банковской статистики (издание Банка России). 2010–2013.
5. Социально-экономическое развитие Российской Федерации. Ежемесячный доклад Федеральной службы государственной статистики. 2010–2013.
6. Райская Н.Н., Сергиенко Я.В., Френкель А.А. Использование интегральных индексов в анализе циклических изменений российской экономики // Вопросы статистики, 2009, № 12.
7. Смирнов С.В. Циклические колебания промышленного производства в США и России: причины различий // Экономический журнал ВШЭ, 2010, № 2.

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: print@inecon.ru

Сайт: www.inecon.ru

Научный доклад

И.С. Букина, В.Е. Маневич
Макроэкономическая ситуация
и денежно-финансовая политика в России

Оригинал-макет – Валериус В.Е.

Редактор – Полякова А.В.

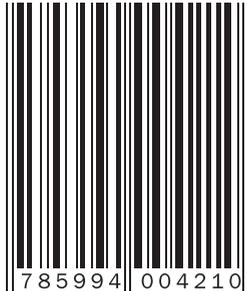
Компьютерная верстка – Гришина М.Ф.

Подписано в печать 14.11.2013 г.

Заказ № 82. Тираж 300. Объем 2,5 уч. изд. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 978-5-9940-0421-0



9 | 7 8 5 9 9 4 | 0 0 4 2 1 0 |