

Институт экономики РАН

Букина И.С., Маневич В.Е.

ПРОЦЕССЫ В МОНЕТАРНО-ФИНАНСОВОЙ СФЕРЕ И ДИНАМИКА  
РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ (СИСТЕМНЫЙ ПОДХОД)

Москва 2015

## **Оглавление**

Введение.....	3
I. Сектор нефинансовых корпораций.....	5
II. Сектор домохозяйств .....	29
III. Сектор государственного управления .....	38
IV. Функционирование денежно-финансовой системы в 2014-2015 гг. ....	48
Литература .....	71

## **Введение**

Настоящий доклад<sup>1</sup> продолжает работу по выявлению взаимосвязей между секторами российской экономики и влияния на них денежно-кредитной и финансовой политики<sup>2</sup>.

Денежно-кредитную и финансовую систему страны можно рассматривать как своеобразный фокус, отображающий протекание воспроизводственных процессов: промежуточного и конечного потребления, сбережения, инвестирования, включая накопление капитала. Вместе с тем, именно денежно-финансовая система является источником экзогенного воздействия на воспроизводственные процессы, как со стороны правительства, так и со стороны остального мира.

Главная цель нашего доклада – систематизировать зависимости между воспроизводственными процессами в российской экономике и функционированием денежно-финансовой системы. При этом мы стремимся разработать алгоритмы обработки информации, доступной из разных источников, позволяющие, по мере поступления данных, достаточно оперативно отслеживать и анализировать, как влияние изменений в воспроизводственных процессах на денежно-кредитную и финансовую систему, так и обратное воздействие денежно-кредитной системы на реальную экономику, включая передачу экзогенных шоков.

Проблемы денежной и финансовой политики в научной литературе обычно рассматриваются применительно к экономике в целом. Такой агрегированный подход позволяет построить вполне правдоподобные

---

<sup>1</sup> Доклад выполнен при финансовой поддержке РГНФ. «Теоретические предпосылки и особенности макроэконометрического моделирования российской экономики», проект № 14-02-00357 (номер государственной регистрации: № 114102340027)

<sup>2</sup> Букина И.С., Маневич В.Е., Макроэкономическая ситуация и денежно-финансовая политика в России: Научный доклад. – М.: ИЭ РАН, 2013; Букина И.С., Маневич В.Е., Теоретические основы эконометрического моделирования российской экономики. Инвестиционная функция. Научный доклад. – М.: ИЭ РАН, 2014.

зависимости, скажем, между денежным предложением ЦБ или объемом расходов бюджета, и динамикой ВВП, однако не позволяет раскрыть *механизм* этой взаимосвязи.

В нашем докладе выделены институциональные сектора экономики: нефинансовые корпорации, домохозяйства, сектор государственного управления (расширенного правительства). В каждом из секторов формируется валовое сбережение и осуществляется накопление реального капитала, однако протекающие в них воспроизводственные процессы характеризуются отличительными чертами, и выполняет специфические функции в едином воспроизводственном процессе. Теоретически возможно дальнейшее дезагрегирование экономики, например, выделение видов деятельности, регионов, социальных групп домашних хозяйств. Решение этой задачи – дело будущего, разумеется, при наличии соответствующей статистической информации.

Удельные веса каждого сектора в совокупном сбережении и совокупном накоплении капитала не совпадают, следовательно, происходит перераспределение сбережений между секторами, которое опосредствуется спросом и предложением финансовых активов: денег, облигаций, иностранной валюты и др. Решающая посредническая роль в движении сбережений между секторами принадлежит финансовым корпорациям, прежде всего – банкам. Конечно, сектор финансовых корпораций не ограничивается банковской системой, однако доступная статистика с наибольшей полнотой описывает именно деятельность банков.

Доклад структурирован следующим образом. В I - III разделах доклада рассматриваются процессы формирования сбережений и спрос на активы институциональных секторов в 2001-2013 годах. В IV разделе рассматривается функционирование денежно-кредитной и финансовой системы на фоне противоречивых процессов, протекающих в российской экономике в течение нескольких последних кварталов.

## **I. Сектор нефинансовых корпораций**

Решающее значение для экономической динамики имеет накопление капитала в секторе нефинансовых корпораций. Именно этот сектор осуществляет большую часть инвестиций в производственный основной капитал и в оборотные запасы. Частично инвестиции в основной капитал осуществляют также правительство и домохозяйства, однако правительство преимущественно инвестирует в отрасли инфраструктуры и в учреждения социальной сферы, а домохозяйства – в жилье и потребительские блага длительного пользования. Инвестиции, связанные с техническим обновлением производства, осуществляют, главным образом, нефинансовые корпорации. Некоторые производственные инвестиции осуществляются также в семейных предприятиях (относимых к сектору домохозяйств), особенно в сельском хозяйстве, однако их вес в общем объеме инвестиций, по-видимому, невелик.

Доля нефинансовых корпораций в валовом накоплении по экономике в целом в среднем за 2001-2013 годы составляла 66%, а их доля в валовом сбережении – лишь 36%. Как видно, существует значительный разрыв (в среднем 30 процентных пунктов) между долей нефинансовых корпораций в валовом сбережении и их долей в валовом накоплении.

Доля нефинансовых корпораций в выпуске, валовом внутреннем продукте и в накоплении относительно устойчива. Напротив, доля нефинансовых корпораций в валовом сбережении подвержена значительным изменениям. В предкризисный и кризисный периоды эта доля заметно снижается. Это значит, что для поддержания устойчивой инвестиционной активности в экономике нужна гибкая, избирательная денежно-кредитная политика, чутко реагирующая на складывающуюся ситуацию (политика «тонкой настройки»), способная компенсировать колебания сбережений нефинансовых корпораций.

В экономической литературе широко принято положение, что агенты экономики (индивиды, домохозяйства, фирмы) принимают два решения относительно своего располагаемого дохода: (1) какую часть располагаемого дохода сберегать, и (2) как это сбережение распределить между приростом тех или иных активов. Нам представляется, что, применительно к поведению нефинансовых корпораций (во всяком случае, в российской экономике), эту схему нужно существенно дополнить.

*Во-первых*, корпорации не вполне свободны в решении, какую часть дохода должны составить сбережения. Объем валовой прибыли нефинансовых корпораций подвержен большим колебаниям, тогда как выплаты по их обязательствам обычно фиксированы. Корпорации принимают решение лишь о выплате дивидендов, но размеры выплаты других форм дохода от собственности, определены условиями заимствования. Сберегаемая часть дохода корпораций является скорее результатом спонтанных процессов, чем осознанных решений.

*Во-вторых*, прирост активов корпораций осуществляется не только за счет располагаемого дохода, но и за счет заимствований на финансовых рынках. Следовательно, экономический агент принимает решение не только о том, сколько сберегать, но и о том, какие обязательства он намерен принять на себя.

*В-третьих*, прирост реального капитала и прирост финансовых активов определяется разными факторами. Минимально необходимые валовые инвестиции в реальный капитал во многом предопределены динамикой капиталоемкости выпуска, которая далеко не всегда зависит от решений корпорации. Оставшаяся часть ресурсов (сбережений, капитальных трансфертов и заимствований) может быть использована, либо для расширения реального капитала сверх минимума, необходимого для поддержания достигнутого уровня выпуска, либо для прироста финансовых активов.

*В-четвертых*, финансовые активы весьма разнообразны, их значение для конкретного агента различны: одни активы могут приносить доход, другие – служить инструментом страхования от рисков. Поэтому распределение ресурсов между различными видами финансовых активов является результатом еще одного решения.

Таким образом, нефинансовые корпорации принимают не два, а четыре решения относительно сбережений и инвестиций. В той мере, насколько они свободны в своих решениях, они определяют: *во-первых*, какова часть дохода, которую должно составить сбережение, *во-вторых*, каков размер и состав обязательств, которые они намерены на себя принять. *В-третьих*, корпорации определяют, какую часть собственных и привлеченных ресурсов составят инвестиции в реальный капитал, и какая часть этих ресурсов будет использована для прироста финансовых активов, *в-четвертых*, как ресурсы, предназначенные для прироста финансовых активов, распределятся между отдельными их видами.

Определенное воздействие на каждое из этих решений, в той или иной степени, может и должна оказывать денежно-кредитная политика. Меры экономической политики должны быть направлены на то, чтобы стимулировать инвестиции в реальный капитал, поощрять одни и ограничивать другие виды спроса на финансовые активы.

### **Формирование сбережения нефинансовых корпораций**

В национальных счетах до 2007 года включительно представлены данные по сектору «корпорации», без выделения финансовых и нефинансовых корпораций. Однако в данных за 2008 – 2013 годы доля нефинансовых и финансовых корпораций по большинству показателей оказывается весьма устойчивой, что позволяет нам оценить эти показатели для нефинансовых корпораций за 2001 – 2007 годы.

Таблица 1. Счета нефинансовых корпораций: формирование валовой прибыли\*, млрд. руб.

	Выпуск	Промежуточное потребление	Валовая добавленная стоимость	Оплата труда	Налоги на производство	Валовая прибыль
	1	2	3	4	5	6
2001	<i>12705,8</i>	<i>6664,7</i>	<i>6031,4</i>	<i>3074,1</i>	<i>290,5</i>	<i>2633,6</i>
2002	<i>14582,3</i>	<i>7798,0</i>	<i>6778,7</i>	<i>3886,3</i>	<i>566,4</i>	<i>2320,2</i>
2003	<i>18067,5</i>	<i>9442,1</i>	<i>8610,1</i>	<i>4779,1</i>	<i>495,1</i>	<i>3311,2</i>
2004	<i>23076,8</i>	<i>12226,2</i>	<i>10837,5</i>	<i>6018,7</i>	<i>669,5</i>	<i>4120,4</i>
2005	<i>29077,5</i>	<i>15127,0</i>	<i>13923,6</i>	<i>7283,4</i>	<i>1097,3</i>	<i>5495,9</i>
2006	<i>36322,2</i>	<i>19141,0</i>	<i>17156,7</i>	<i>9029,6</i>	<i>1375,1</i>	<i>6697,9</i>
2007	<i>45644,4</i>	<i>24580,1</i>	<i>21053,3</i>	<i>12017,1</i>	<i>1488,3</i>	<i>7516,4</i>
<b>2008</b>	<b>56953,3</b>	<b>30642,1</b>	<b>26311,2</b>	<b>15068,1</b>	<b>2028,0</b>	<b>9215,1</b>
2009	52424,1	28624,9	23799,2	15395,3	1327,9	7075,9
2010	63922,0	34951,1	28970,9	16843,4	1759,7	10367,8
2011	76811,2	41782,8	35028,4	20720,0	2361,6	11946,8
2012	84668,9	46307,7	38361,2	22996,5	2858,7	12506,0
2013	89922,3	49663,5	40258,8	24680,7	513,1	15065,0

\*Расчетные значения за 2001-2007 годы даны курсивом

Источник: Национальные счета России / Стат. сборник, М. 2010-2014 гг.

Таблица 2. Формирование и использование собственных ресурсов нефинансовых корпораций\*, млрд. руб.

	Собственные ресурсы				Использование собственных ресурсов				
	валовая прибыль	Доходы от собственности, полученные	Текущие трансферты (положительное сальдо)	Всего	Доходы от собственности, выплаченные	Налоги на доходы	Текущие трансферты (отрицательное сальдо)	Валовое сбережение	Всего
2001	2633,6	160,0		2793,6	488,6	445,1	116,1	1743,8	2793,6
2002	2320,2	162,5		2482,7	641,3	403,5	149,1	1288,8	2482,7
2003	3311,2	279,6		3590,8	1208,5	456,9	149,4	1776,0	3590,8
2004	4120,4	418,7		4539,1	1515,8	851,6	198,6	1973,1	4539,1
2005	5495,9	645,6		6141,5	2365,8	1110,1	262,8	2402,8	6141,5
2006	6697,9	827,2		7525,1	3050,0	1455,4	166,3	2853,4	7525,1
2007	7516,4	1306,6	295,8	9118,8	3845,8	1891,7		3381,3	9118,8
2008	9215,1	1486,9		10702	4395,7	2446,0	146,8	3713,5	10702
2009	7075,9	1394,8	81,8	8552,5	4746,5	1277,9		2528,1	8552,5
2010	10367,8	1573,4		11941,2	4922,6	1750,2	227,8	5040,6	11941,2
2011	11946,8	1556,8		13503,6	5196,6	1950,2	131,9	6224,9	13503,6
2012	12506,0	1994,0	117,4	14617,4	6139,0	1948,7		6529,7	14617,4
2013	15065,0	2133,9	68,8	17454,7	9338,7	1626,6		6377,7	17454,7

\*Расчетные значения за 2001 – 2007 годы даны курсивом

Источник: Национальные счета России / Стат. сборник, М. 2010-2014 гг.

Таблица 3. Структура счетов нефинансовых корпораций: формирование валового сбережения, %

	В процентах от выпуска		В процентах от валовой добавленной стоимости			В процентах от собственных ресурсов*				Валовое сбережение в процентах от	
	Промежуточное потребление	Валовая добавленная стоимость	Оплата труда	Налоги на производство	Валовая прибыль	Доход от собственности, выплаченный	Налоги на доходы	Сальдо текущих трансфертов	Валовое сбережение	валовой прибыли	выпуска
2001	52,5	47,5	51,0	5,3	43,7	17,5	15,9	4,2	62,4	66,2	13,7
2002	53,5	46,5	57,3	8,5	34,2	25,8	16,3	6,0	51,9	55,5	8,8
2003	52,3	47,7	55,5	6,0	38,5	33,7	12,7	4,2	49,5	53,6	9,8
2004	53,0	47,0	55,5	6,5	38,0	33,4	18,8	4,3	43,5	47,9	8,6
2005	52,1	47,9	52,3	8,2	39,5	38,5	18,1	4,3	39,1	43,7	8,3
2006	52,8	47,2	52,6	8,4	39,0	40,5	19,3	2,3	37,9	42,6	7,9
2007	53,9	46,1	57,1	7,2	35,7	43,6	20,7	-3,3	38,3	45,0	7,4
2008	53,8	46,2	57,3	7,7	35,0	41,1	22,9	1,3	34,7	40,3	6,5
2009	54,6	45,4	64,7	5,6	29,7	56,0	14,9	-1,0	29,8	35,7	4,8
2010	54,7	45,3	58,1	6,1	35,8	41,2	14,7	1,9	42,2	48,6	7,9
2011	54,4	45,6	59,2	6,7	34,1	38,5	14,4	1,0	46,1	52,1	8,1
2012	54,7	45,3	59,9	7,5	32,6	42,3	13,3	-0,8	45,0	52,2	7,7
2013	55,2	44,8	62,8	1,3	37,4	53,5	9,1	0,6	36,5	42,3	7,1

\*Величина собственных ресурсов равна сумме валовой прибыли, доходов от собственности, полученных, и небольших прочих чистых поступлений (сальдо текущих трансфертов), которые фиксировались в 2007, 2009 и 2012 годах.

Источник: Национальные счета России / Стат. сборник, М. 2010-2014 гг.

В тех случаях, когда эта доля сильно изменяется в кризисные 2008 и 2009 годы, нам приходится пользоваться соотношением весов финансовых и нефинансовых корпораций за 2010 – 2013 годы.

Как видно из таблиц 1 – 3, динамика валовой добавленной стоимости сектора нефинансовых корпораций определяется динамикой и распределением стоимостного объема выпуска. Поскольку в составе стоимостного объема выпуска растет доля промежуточного потребления, доля валовой добавленной стоимости имеет тенденцию к снижению.

Динамика валовой прибыли зависит от динамики и распределения валовой добавленной стоимости. Поскольку в добавленной стоимости растет доля оплаты труда, снижается доля валовой прибыли.

Наконец, динамика сбережения определяется динамикой и распределением валовой прибыли. Поскольку в структуре использования прибыли корпораций растет доля выплаченных доходов от собственности (процентов и дивидендов), снижается доля валового сбережения.

Таким образом, на динамике валового сбережения нефинансовых корпораций сказывается ряд тенденций, характерных для российской экономики в рассматриваемый период, каждая из которых требует специального изучения. *Во-первых*, растет доля промежуточного потребления, и, соответственно, снижается доля добавленной стоимости в стоимостном объеме выпуска. *Во-вторых*, растет доля оплаты труда, и снижается доля валовой прибыли в валовой добавленной стоимости. *В-третьих*, в валовой прибыли растет доля выплаченных доходов от собственности (процентов, дивидендов), и, соответственно, снижается доля валового сбережения.

В результате кумулятивного воздействия этих тенденций доля валового сбережения нефинансовых корпораций в стоимостном объеме их выпуска в 2001-2009 годах монотонно снижалась (с 13,7% в 2001 году до

4,8% в 2009 году). После выхода из кризиса 2008-2009 годов доля валовых сбережений увеличилась до 8,1% в 2011 году, затем стала вновь снижаться (по нашим расчетам, 6,5% в 2014 году). Выпуск в номинальном выражении вырос с 2001 по 2012 гг. С 2001 по 2013 год выпуск в реальном выражении вырос в 7,1 раза, валовая прибыль выросла за эти годы в 5,7 раза, а валовое сбережение нефинансовых корпораций – лишь в 3,7 раза.

В 2014-2015 годах процентные ставки существенно повысились, следовательно, абсолютная величина выплаченных доходов от собственности увеличилась. Но одновременно наметился рост валовой прибыли, видимо, вследствие некоторого снижения цен на энергоносители и прекращения роста оплаты труда, поэтому, не располагая официальными данными, мы не можем с полной уверенностью сказать, увеличился или уменьшился объем сбережения нефинансовых корпораций в 2014 и 2015 годах.

*Таблица 4. Доходы от собственности, выплаченные нефинансовыми корпорациями<sup>3</sup>*

	Доходы от собственности, выплаченные, млрд. руб.	Доходы от собственности, переданные за границу, млрд. US \$	Валютный курс, средний за период руб. за 1 доллар	Доходы от собственности, переданные за границу, млрд. руб.	Доходы от собственности, переданных за границу, в % от доходов от собственности, выплаченных
2001	488,6	2,5	29,22	73,0	15,0
2002	641,3	4,8	31,35	150,5	23,5
2003	1208,5	16,8	30,68	515,4	42,6
2004	1515,8	16,6	28,81	478,2	31,6
2005	2365,8	25,5	28,45	725,5	30,7
2006	3050,0	43,6	27,10	1181,6	38,7
2007	3845,8	52,1	25,57	1332,2	34,6
2008	4395,7	73,7	24,81	1828,5	41,6
2009	4746,5	60,9	31,68	1929,3	40,6
2010	4922,6	60,8	30,36	1845,9	37,5
2011	5196,6	75,7	29,35	2221,8	42,8
2012	6139,0	82,4	31,07	2560,2	41,7
2013	9338,7	82,0	31,82	2609,2	27,9
2014		80,2	37,97	3045,2	
Янв.- сент. 2015		43,0	59,02	2537,9	

<sup>3</sup>Источник: Центральный банк РФ. – URL:<http://www.cbr.ru>. Дата обращения: 12.09.2015

\*Расчетные значения за 2001 – 2007 годы даны курсивом

Как видно из таблицы 4, значительная часть доходов от собственности, выплаченных корпорациями (40% и более), приходится на долю иностранных инвесторов и кредиторов.

Размер доходов, переданных остальному миру, зависит не только от масштабов и условий внешних заимствований корпораций, но также от валютного курса рубля. Падение курса рубля в 2014 – 2015 годах, вероятно, приведет к увеличению, как доли иностранных инвесторов, так и общей суммы выплаченных доходов от собственности, и, следовательно, к относительному уменьшению размеров сбережения корпораций.

За каждой из трех названных тенденций, обуславливающих снижение доли валового сбережения, стоит комплекс факторов, на многие из которых могла бы целенаправленно воздействовать экономическая политика.

Динамика промежуточного потребления предположительно зависит от прогресса в технологиях, экономящих расход энергии и материалов, от цены первичных ресурсов, от изменения отраслевой структуры производства, т.е. от увеличения удельного веса либо материалоемких отраслей, либо отраслей, с большим удельным весом добавленной стоимости. Почти монотонный рост доли промежуточного потребления, по-видимому, свидетельствует об опережающем росте цен на ресурсы при стагнации технического прогресса и/или об «утяжелении» структуры экономики. На динамику промежуточного потребления может влиять также валютный курс рубля, вызывая удорожание или удешевление импортируемых материалов и комплектующих.

Оценка технического прогресса и его связи с промежуточным потреблением – отдельная непростая задача для исследования. Мы остановимся на сопоставлении динамики промежуточного потребления, цен на ресурсы (нефть) и курса рубля.

Стандартные методы анализа временных рядов и их взаимосвязи не позволяют однозначно утверждать, что предполагаемая связь существует. Анализ нестационарных рядов не выявил наличия коинтеграционных соотношений. После проверки на стационарность (расширенный тест Дики - Фуллера) и сезонного сглаживания рядов (X-12 Census) проводился анализ причинности по Грэйнджеру. Ни в случае с ценой нефти, ни в случае с валютным курсом результаты тестирования не позволяют отклонить нулевую гипотезу о том, что цена нефти или курс рубля являются причиной колебаний промежуточного потребления. Статистически значимым оказался лишь коэффициент корреляции первых разностей промежуточного потребления и цены нефти. Кросс-корреляционный анализ показывает, что значима только корреляция одновременно возникающих показателей – т.е. без учета лагов.

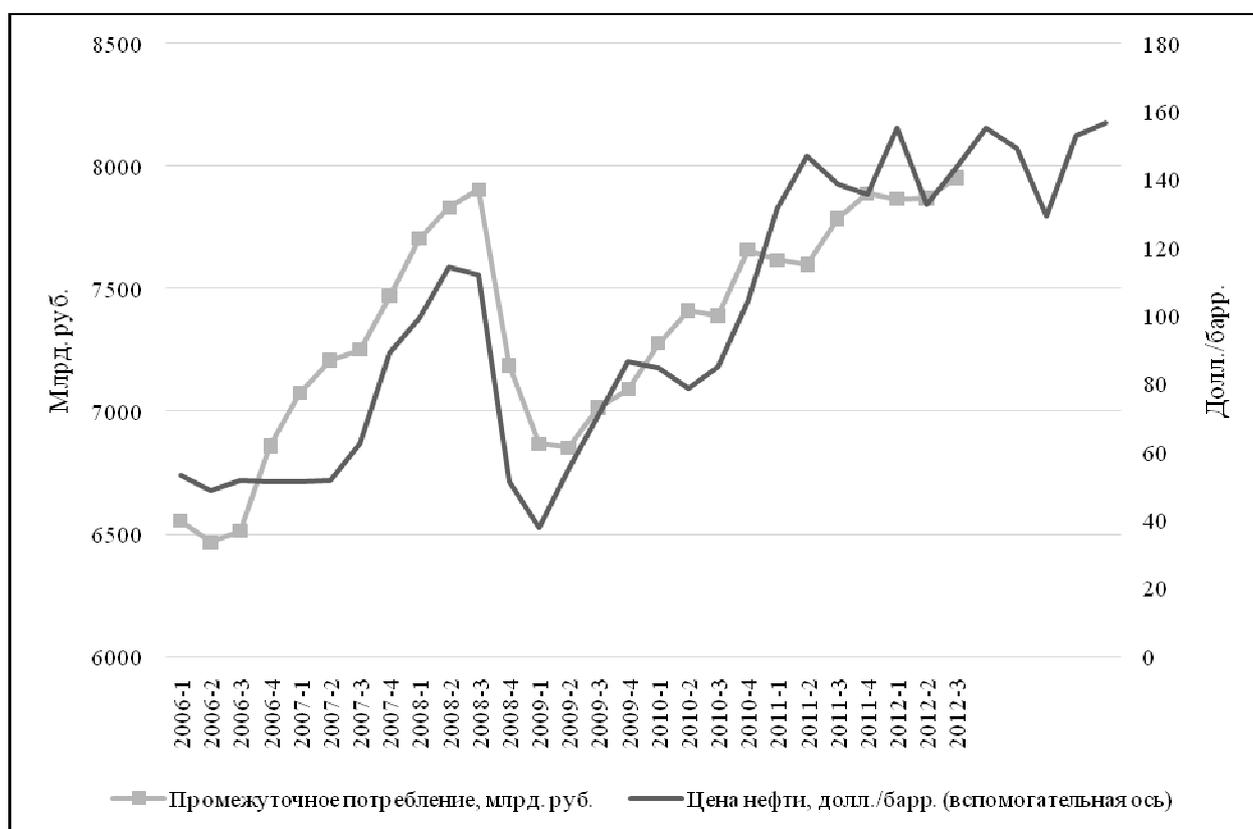


Рис. 1а.

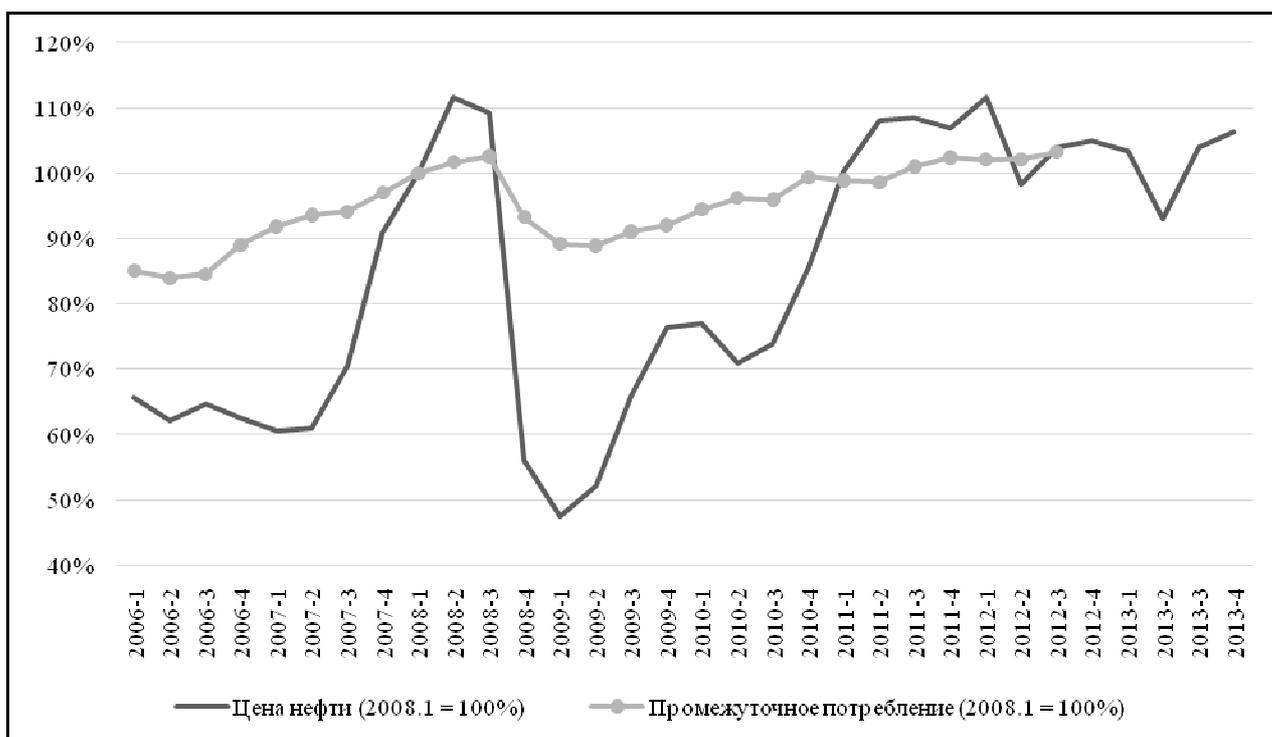


Рис. 16.

Рисунок 1(а,б). Динамика промежуточного потребления в ценах 2008 г. и цены нефти сорта «Юралс» (сезонно скорректированные данные).

Рисунок 1 демонстрирует почти совпадающую динамику рассматриваемых показателей. Как следует из рисунка 1, в кризисный период динамика промежуточного потребления (в реальном выражении, с корректировкой на сезонность) повторила динамику цен на нефть, хотя легко заметить, что прирост промежуточного потребления шел медленнее прироста цен. Это же характерно для посткризисного периода.

В целом, очевидно, что рост нефтяных цен с корректировкой на курс рубля оказывает повышательное давление на промежуточное потребление и, как следствие, сказывается на снижении доли валовой добавленной стоимости.

Сдерживание роста внутренних цен на энергоносители, внедрение новых технологий, опережающий рост высокотехнологичных отраслей – все это могло бы способствовать повышению доли валовой добавленной стоимости. На коротком отрезке времени эффект может быть достигнут с

помощью укрепления курса рубля и контроля над ценами первичных ресурсов. В среднесрочной и долгосрочной перспективе нужна целенаправленная политика материалосбережения и энергосбережения.

Рост оплаты труда в современных российских условиях, в принципе, оправдан, даже в том случае, когда он опережает рост производительности. Однако благодаря техническому прогрессу и росту производительности труда снижение доли валовой прибыли в валовой добавленной стоимости могло бы быть не столь значительным.

Наконец, денежно-кредитная политика, направленная на снижение процентных ставок, могла бы способствовать снижению доли доходов от собственности в валовой прибыли и увеличению доли сбережения. Нужна также открытая и контролируемая дивидендная политика корпораций, особенно с крупным участием государства.

### **Собственные и привлеченные ресурсы нефинансовых корпораций**

До сих пор речь шла о факторах, детерминирующих объем сбережения нефинансовых корпораций. Теперь мы должны перейти к анализу формирования и использования источников инвестирования, в состав которых входят, как собственные ресурсы корпораций (валовое сбережение и доход от собственности, *полученный*), так и привлеченные ресурсы: капитальные трансферты, поступающие, главным образом, от правительства, и заемные средства: кредиты ЦБ, кредиты банков, иностранные обязательства. Соответствующие данные приведены в таблице 5.

Доступная статистика не позволяет количественно определить объем размещения корпорациями ценных бумаг. Официальные опубликованные данные по долговым ценным бумагам охватывают лишь семь кварталов – с IV квартала 2013 по II квартал 2015. При этом объем размещаемых долговых ценных бумаг так сильно колеблется от квартала к кварталу, что нет

возможности хотя бы приблизительно оценить этот объем в предшествующие периоды.

*Таблица 5. Собственные и привлеченные ресурсы нефинансовых корпораций, млрд. руб.*

	Валовое сбережение	Капитальные трансферты, полученные (сальдо)	Прирост обязательств	И них		Сумма кредитов банков и иностранных обязательств
				Кредиты банков	Иностранные обязательства	
	1	2	3	5	6	
2002	1288,8	131,8	931,4	481,4	450,0	931,4
2003	1776,0	165,4	1438,4	760,4	678,1	1438,5
2004	1973,1	200,0	1954,6	1039,7	915,1	1954,8
2005	2402,8	361,2	2500,6	929,4	1571,2	2500,6
2006	2853,4	410,6	3523,9	1865,9	1658,0	3523,9
2007	3381,3	642,2	6842,2	3124,7	3717,8	6842,5
2008	3713,5	482,8	7173,6	3459,6	2454,0	5913,6
2009	2528,1	522,0	2758,3	852,1	1087,4	1939,5
2010	5040,6	588,5	4116,2	1692,9	770,5	2463,4
2011	6224,9	509,8	7824,0	3775,9	1730,1	5506,0
2012	6529,7	554,7	6713,0	2491,6	1233,5	3725,1
2013	6377,7	600,8	8597,0	2819,3	2996,7	5816,0
2014	н/д	н/д	н/д	5946,1	-43,7	5902,4

Источник: расчеты авторов на основе данных ЦБ РФ. – URL:<http://www.cbr.ru>

Вместе с тем, доступная статистика не позволяет полностью идентифицировать все виды финансовых вложений нефинансовых корпораций, т.е. все направления использования собственных ресурсов. Мы можем привести официальные данные только о накоплении ими капитала (реальных инвестициях), приросте иностранных обязательств, приросте банковских депозитов и других обязательств банков, счетах нефинансовых корпораций в ЦБ. С большой долей условности мы можем определить динамику объема обязательств правительства в портфеле нефинансовых корпораций. Для этого из общего прироста внутреннего государственного долга мы вычитаем прирост долга в портфеле ЦБ и в портфеле коммерческих банков. Конечно, этот расчет заведомо неточен: держателями некоторой части обязательств правительства являются домохозяйства и небанковские финансовые организации, но доступная статистика не позволяет количественно определить эти части.

Сумма собственных и привлеченных средств нефинансовых корпораций, в принципе, должна быть равна сумме приростов реального капитала и финансовых активов. Вычисленные нами величины активов и обязательств нефинансовых корпораций существенно расходятся. Конечно, эти величины, вычисленные на основе различных статистических источников, неизбежно содержат статистические расхождения, однако нельзя полностью объяснить эти расхождения несовершенством статистики. Важно отметить, что до 2007 г. включительно сумма ресурсов нефинансовых корпораций превышает сумму приростов их активов. Напротив, начиная с 2008 г., прирост активов превышает сумму ресурсов. Следовательно, до 2008 г. наши расчеты не отражают некоторый чистый прирост активов, начиная с 2008 г., мы не улавливаем некоторый чистый прирост привлеченных финансовых ресурсов. Приравнивая прирост активов к приросту ресурсов, мы должны включить в наши расчеты, либо «прирост прочих чистых активов», либо «прирост прочих чистых обязательств». Нужно также иметь в виду, что эти индикаторы включают в себя статистическое расхождение.

Доля внутреннего сбережения корпораций в общей сумме их ресурсов, собственных и привлеченных, после кризиса 2008-2009 гг. почти монотонно снижается. Доля заимствований претерпевает значительные колебания, но, в целом, обнаруживает общую тенденцию к росту.

Снижение доли валового сбережения нефинансовых корпораций в их валовой прибыли (и, соответственно, в валовой добавленной стоимости) обуславливает увеличение потребности корпораций в привлеченных средствах для осуществления инвестиций. При всей ограниченности спроса на инвестиции в последние годы, этот спрос все в меньшей мере может быть профинансирован за счет собственного сбережения нефинансовых корпораций.

Таблица 6. Ресурсы нефинансовых корпораций в процентах от валового накопления

	Валовое накопление	Валовое сбережение	Валовое сбережение + капитальные трансферты	Валовое сбережение + капитальные трансферты + кредиты банков*	Валовое сбережение + капитальные трансферты + кредиты банков + иностранные обязательства
2001	100	119,4	134,3	166,8	174,2
2002	100	83,9	92,4	123,7	153,0
2003	100	84,8	92,7	129,1	161,5
2004	100	82,4	90,8	134,2	172,4
2005	100	76,9	88,5	118,3	168,6
2006	100	70,1	80,2	126,1	166,8
2007	100	71,5	85,1	151,3	229,9
2008	100	50,6	57,2	105,9	139,4
2009	100	57,9	69,8	90,6	115,5
2010	100	69,2	77,3	99,8	110,3
2011	100	63,8	69,0	110,2	127,9
2012	100	61,3	66,5	89,8	101,4
2013	100	62,8	68,7	96,4	125,9

\*Включая кредиты, предоставленные ЦБ

Источник: расчеты авторов на основе данных ЦБ РФ. – [URL:http://www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Как видно из Таблицы 6, в 2001 г. валовое сбережение нефинансовых корпораций полностью покрывало и даже превышало объем валового накопления. Начиная с 2008 г., финансирование спроса на инвестиции поглощает не только все сбережение и капитальные трансферты, но не всегда покрывается даже суммой сбережения, капитальных трансфертов и банковских кредитов.

В таких условиях повышение ставки процента далеко не всегда ведет к сокращению спроса нефинансовых корпораций на банковские кредиты и облигационные займы. Данные о размещении корпоративных облигаций свидетельствуют о весьма специфической ситуации, когда рост доходности по облигациям<sup>4</sup>, вынуждающий даже правительство свертывать активные

<sup>4</sup>Индекс доходности по рублевым корпоративным облигациям в начале 2015 г. составлял более 15%, по государственным облигациям – более 13%. (Источник: Обзор финансовой стабильности за IV квартал 2014 – I квартал 2015 г. №1/ ЦБ РФ. URL:<http://www.cbr.ru/publ/?PrftId=stability>)

операции на рынке облигаций, сопровождается не снижением, а расширением спроса на займы со стороны нефинансовых корпораций.<sup>5</sup>

Размещение облигаций нефинансовыми и финансовыми (небанковскими) корпорациями на протяжении периода, включающего III квартал 2013 года, весь 2014 и I полугодие 2015 года, росло опережающими темпами. Соответственно, изменилась структура эмитентов на рынке облигаций: доля правительства заметно снизилась, доля нефинансовых и финансовых корпораций возросла. Высокая норма доходности по облигациям в I полугодии 2015 г. вынудила правительство сокращать свои внутренние обязательства, не смотря на бюджетный дефицит. Напротив, нефинансовые и финансовые небанковские корпорации продолжали наращивать свою задолженность.

Увеличение заимствований ведет к росту выплаченных доходов от собственности, и, следовательно, к дальнейшему снижению доли сбережения в доходах корпораций.

Показатель «доход от собственности, выплаченный» включает, по крайней мере, два разнородных элемента, не выделяемых российской статистикой: дивиденды собственников капитала и проценты, выплачиваемые кредиторам. Поскольку динамика каждого из этих компонентов обуславливается специфическими факторами, построить одну, общую функцию, строго описывающую динамику дохода от собственности и изменение его доли в валовой прибыли, вряд ли возможно. Тем не менее, наши расчеты показывают, что существует связь, относительно устойчивая на среднесрочном отрезке времени, между объемом заимствований нефинансовых корпораций за трехлетний период и объемом выплаченного ими дохода от собственности.

---

<sup>5</sup> Обзор финансовой стабильности / ЦБ РФ. – URL:<http://www.cbr.ru>

Таблица 7. Выплаченный доход от собственности, в % от детерминирующих переменных

	Доход от собственности выплаченный, в процентах					
	от прироста обязательств в текущем г.	от прироста обязательств в предшествующем г.	от прироста обязательств за два предшествующих г.	от прироста обязательств за три предшествующих г.	от прироста обязательств за три года, включая текущий г.	от валовой прибыли
2001	83,7					18,6
2002	68,9	109,9				27,6
2003	84,0	129,8	79,8		40,9	36,5
2004	77,6	105,4	64,0	51,3	35,1	36,8
2005	94,6	121,0	69,7	54,7	40,1	43,0
2006	86,6	122,0	68,5	51,8	38,2	45,5
2007	56,2	109,1	63,8	48,2	29,9	51,2
<b>2008</b>	72,9	64,2	42,4	34,2	26,8	47,7
2009	238,3	78,7	36,9	29,0	31,9	67,1
2010	204,3	247,1	61,4	33,1	47,2	47,5
2011	90,4	215,6	118,0	49,8	51,2	43,5
2012	165,1	106,8	75,3	60,5	51,7	49,1
2013	161,5	251,2	98,7	78,6	61,3	62,0

Источник: Расчеты авторов, данные ФСГС

Как видно из Таблицы 7, в 2003 - 2006 гг. относительно устойчивой была зависимость выплаченного дохода от объема заимствований за три предшествующих года. В 2007 г. эта зависимость нарушается из-за огромного роста задолженности нефинансовых корпораций. После выхода из кризиса 2008 – 2009 гг. зависимость между заимствованиями и выплаченным доходом восстанавливается, но теперь наиболее устойчивая пропорция наблюдается между выплаченным доходом и приростом задолженности за три года, включая текущий год для каждого наблюдения.

Довольно устойчивой на среднесрочном отрезке времени является также доля выплаченного дохода от собственности в валовой прибыли. Достигнув в 2005 г. отметки в 43% валовой прибыли, выплата дохода от собственности в дальнейшем колебалась в пределах 43 – 51%. Исключение представляет 2009 год, когда на фоне резкого снижения объема прибыли доля дохода от собственности выросла до 63%.

Коль скоро зависимость дохода от собственности (выплаченного нефинансовыми корпорациями) от суммы заимствований за среднесрочный период можно считать установленной, тем самым также устанавливается его зависимость от ставки процента по кредитам и займам. Однако построить регрессию, описывающую эту зависимость на рассматриваемом отрезке времени, вряд ли возможно. Если мы принимаем, что прирост обязательств, детерминирующий динамику дохода от собственности, формируется в течение трех лет, тогда и ставка процента по кредитам в качестве детерминирующего фактора, должна усредняться за три года.

*Таблица 8.* Ставки по кредитам, предоставленным нефинансовым организациям в рублях на срок более 1 года, средние за три года

Период	Номинальная ставка, средняя за период, %	Инфляция, средняя за период, %
2000 - 2002	17,9	10,9
2001 - 2003	16,5	8,8
2002 - 2004	15,6	7,8
2003 - 2005	13,9	7,4
2004 - 2006	12,8	6,5
2005 - 2007	12,3	6,8
2006 - 2008	12,7	8,2
2007 - 2009	13,5	7,2
2008 - 2010	13,1	5,8
2009 - 2011	12,0	4,9
2010 - 2012	11,3	4,2
2011 - 2013	12,7	4,3
2012 - 2014	16,2	5,8

Источник: расчеты авторов на основе данных: ЦБРФ, Росстата

Однако, как видно из Таблицы 8, скользящая средняя ставка за три года оказывается весьма стабильной за период с 2003 по 2013 г. Поскольку формирование задолженности происходит в течение нескольких лет (предположительно, трех), ставка процента усредняется, ее колебания гасятся. Поэтому ее влияние на выплаченный корпорациями доход от собственности трудно проследить. Однако она остается относительно устойчивой на уровне, весьма высоком по мировым меркам.

Резкий рост процентных ставок в 2014 и 2015 гг. неизбежно скажется на объеме дохода от собственности, как выплаченного, так и полученного. Соответственно, при прочих неизменных условиях, уменьшится сбережение предприятий.

Согласно расчетам на основе данных ЦБ РФ и Росстата, доля заимствований в объеме ресурсов нефинансовых корпораций монотонно возрастала с 2001 по 2008 г. (с 22 до 63%). В 2009 и 2010 годах она снизилась до 47 и 42% соответственно. С 2011 г. доля заимствований вновь начала расти и в 2013 г. составила 55% от суммы ресурсов.

Значительно больший разброс значений обнаруживает движение отдельных видов обязательств – банковских кредитов и иностранных пассивов. Этот факт можно истолковать как признак того, что основные виды обязательств нефинансовых корпораций являются субститутами.

### **Активы нефинансовых корпораций**

Данные о валовом накоплении реального капитала и приросте финансовых активов нефинансовых корпораций представлены в таблице 9. Как видно из этой таблицы, динамика финансовых активов подвержена достаточно резким перепадам. Напротив, реальный капитал возрастает более равномерно и практически монотонно, за исключением кризисного 2009 г. Средние значения темпов прироста реального капитала и финансовых активов за 2002-2013 годы (118,7% и 121,2% соответственно) вполне соизмеримы, однако разброс значений для финансовых активов в два раза больше, чем для валового накопления<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup>Среднеквадратическое отклонение для валового накопления составило 0,29; для финансовых активов – 0,59.

Таблица 9. Прирост активов нефинансовых корпораций, в текущих ценах, млрд. руб.

	Валовое накопление реального капитала	Прирост финансовых активов, всего	Из них		Справочно: темпы роста, в % к предыдущему периоду		
			Банковские депозиты и другие обязательства банков	Иностранные активы	Валовое накопление	Банковские депозиты и др. обязательства банков	Иностранные активы
2002	1537,0	815,0	271,2	421,4	-	-	-
2003	2093,4	1286,4	369,4	407,5	136,2	136,2	96,7
2004	2394,4	1733,3	454,7	367,5	114,4	123,1	90,2
2005	3123,2	2141,4	701,1	526,2	130,4	154,2	143,2
2006	4069,7	2718,2	1258,3	-12,7	130,3	179,5	-
2007	4725,8	6139,9	1802,6	1550,9	116,1	143,3	-
2008	7337,0	4032,9	1230,4	2381,0	155,3	68,3	153,5
2009	4367,0	1441,4	1092,5	384,4	59,5	88,8	16,1
2010	7286,1	2459,2	1300,6	1047,8	166,8	119,0	272,6
2011	9758,4	4800,3	2444,8	1950,8	133,9	188,0	186,2
2012	10656,7	3140,7	1157,4	1623,7	109,2	47,3	83,2
2013	10159,1	5416,4	2430,1	2867,6	95,3	210,0	176,6
2014	н/д	н/д	5519,8	1156,6	н/д	227,1	40,3
<b>Рост: 2013 к 2002 г., раз</b>					<b>6,6</b>	<b>9,0</b>	<b>6,8</b>

Источник: расчеты авторов на основе данных ЦБ РФ

Исходя из этого, можно предположить, что прирост финансовых активов формируется как остаточная величина. Она определяется разницей между общим приростом ресурсов и спросом на реальный капитал. В таком случае, резко ускорившийся прирост финансовых активов в 2013 и 2014 гг. согласуется с данными о замедлении накопления реального капитала. Таблица 9, в целом, подтверждает принятые нами гипотезы:

*Во-первых*, банковские депозиты и иностранные активы являются субститутами. (Ранее мы пришли к выводу, что субститутами являются также кредиты банков и иностранные обязательства нефинансовых корпораций.)

*Во-вторых*, динамика финансовых активов связана с динамикой соответствующих обязательств. Опережающий рост иностранных обязательств ведет к опережающему росту иностранных активов. Опережающий рост банковских кредитов сопровождается соответствующим ростом депозитов и других обязательств банков перед нефинансовыми корпорациями. Следовательно, взаимозаменяемость финансовых активов

ведет к взаимозаменяемости финансовых обязательств нефинансовых корпораций. Вытеснение иностранных активов внутренними активами сопровождается вытеснением иностранных обязательств внутренними кредитами.

Согласно представлению, принятому в экономической литературе<sup>7</sup>, структура портфеля активов агентов экономики зависит от доходности различных активов (физического капитала и финансовых активов). В реальности вряд ли этот простой принцип полностью определяет распределение ресурсов нефинансовых корпораций между инвестициями в различные виды активов, во всяком случае – в российской экономике. Инвестиции в реальный капитал могут обуславливаться не только и не столько уровнем доходности прироста капитала – текущим или ожидаемым – сколько необходимостью поддерживать достигнутый уровень производства в условиях снижающейся отдачи от затрат капитала и труда. Это утверждение относится, прежде всего, к добывающим отраслям, поглощающим львиную долю реальных инвестиций нефинансовых корпораций.

Инвестиции в иностранные активы также не определяются их относительной доходностью. В периоды экономической нестабильности субъекты российской экономики могут предпочитать низкодоходные или бездоходные иностранные активы относительно доходным активам внутри страны.

Анализ счетов нефинансовых организаций позволяет сделать следующие выводы.

(1). Доля валовой добавленной стоимости в совокупном объеме выпуска по итогам рассматриваемого периода 2002-2013 гг. существенно снизилась. При этом до 2006 г. включительно доля добавленной стоимости увеличивалась, и лишь начиная с 2007 г. начала снижаться. Причины

---

<sup>7</sup>См., например, Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост / – М., Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2010.

Опережающий рост промежуточного потребления обусловлен, как сдвигами в структуре экономики, так и в динамикой цен первичных ресурсов и валютного курса.

(2).В составе валовой добавленной стоимости ускоренными темпами росла оплата труда, что само по себе нельзя считать негативным явлением. Соответственно, снижалась доля валовой прибыли.

(3).В составе валовой прибыли опережающими темпами рос доход от собственности, выплачиваемый нефинансовыми корпорациями, и, соответственно, снижалась доля валового сбережения. Образовался замкнутый круг зависимостей: *снижение доли валового сбережения вызывает рост спроса на заимствования, рост заимствований ведет к увеличению выплачиваемого дохода от собственности, что вызывает дальнейшее снижение доли валового сбережения.*

(4).Выплачиваемый нефинансовыми корпорациями доход от собственности определяется приростом заимствований за три года, включая текущий год.

(5).Значительную часть (40% и более) выплачиваемого дохода от собственности составляет доход, передаваемый за границу.

(6).Выплачиваемый доход от собственности определяется не только объемом заимствований, но и ставкой процента и валютным курсом. Рост ставки процента и курса иностранной валюты ведет к уменьшению доли валового накопления в составе валовой прибыли.

(7).Спрос нефинансовых корпораций на заимствования не всегда и не полностью определяется динамикой процентной ставки. Он зависит от того, в какой степени валовое сбережение и капитальные трансферты (главным образом, предоставляемые правительством) покрывают спрос на инвестиции в реальный капитал. Даже заимствования правительства в большей мере зависят от ставки процента, чем заимствования корпораций. Снижение доли

валового сбережения в валовой прибыли приводит к росту заимствований при высоких процентных ставках, к вытеснению государственных ценных бумаг корпоративными бумагами.

(8). Различные виды обязательств нефинансовых корпораций являются субститутами. Уменьшение одного вида обязательств, в той или иной степени, компенсируется увеличением другого вида. Особенно важно отметить, что взаимно компенсируется увеличение или уменьшение иностранных обязательств и банковских кредитов.

(9). Прирост реального капитала нефинансовых корпораций является функцией от ряда факторов (ставка процента, инвестиционные расходы правительства)<sup>8</sup>, некоторые из которых влияют также на динамику ресурсов. Напротив, прирост финансовых ресурсов не описывается какой-либо формальной функцией, и, по-видимому, определяется как разница между объемом ресурсов и накоплением реального капитала.

(10). Различные виды финансовых активов (также, как различные виды финансовых обязательств) являются субститутами, причем темпы изменения активов и обязательств связаны между собой: увеличение или уменьшение темпа прироста иностранных обязательств сопровождается адекватным увеличением или уменьшением темпа прироста иностранных активов. То же справедливо для темпов прироста банковских депозитов и банковских кредитов.

### **Возможности денежной, валютной, финансовой и ценовой политики**

Меры экономической политики могут оказывать воздействие на факторы, определяющие сбережение и накопление в секторе нефинансовых корпораций по следующим направлениям:

---

<sup>8</sup>Букина И.С., Маневич В.Е. Теоретические основы эконометрического моделирования российской экономики. Инвестиционная функция: Доклад – М.: Институт экономики РАН, 2014. С. 92-102.

(1).Укрепление рубля и ограничение роста относительных цен первичных ресурсов увеличивает валовую добавленную стоимость при заданном объеме выпуска. Соответственно, увеличивается валовая прибыль.

(2).Снижение ставки процента и укрепление рубля уменьшают доход от собственности, выплачиваемый нефинансовыми корпорациями, и, соответственно увеличивают их валовое сбережение. Увеличение сбережения ведет к относительному уменьшению спроса на заимствования, следовательно – к дальнейшему снижению процента и т.д.

(3).Валовое накопление реального капитала нефинансовыми корпорациями описывается функцией, в которой можно выделить три значимых определяющих переменных: ставка процента, сумма заимствований (банковских кредитов), объем инвестиционных расходов правительства. Снижение ставки процента по кредитам и расширение банковского кредитования нефинансовых корпораций оказывает позитивное воздействие на реальные инвестиции.

(4).В области формирования финансовых обязательств и финансовых активов задачи денежно-кредитной политики заключаются в том, чтобы, в той мере, в какой невозможно заместить прирост финансовых активов накоплением реального капитала, свести к минимуму, как иностранные активы, так и иностранные обязательства нефинансовых корпораций. Иностранные обязательства могут быть ограничены как непосредственно, с помощью мер валютного контроля, так и в результате снижения ставки процента на внутреннем кредитном рынке. Динамика иностранных активов в значительной мере определяется динамикой иностранных пассивов.

## II. Сектор домохозяйств

Сектор «Домохозяйства» включает две качественно разнородные части: *во-первых*, выпуск и производства ВВП в индивидуальных и семейных предприятиях, и, *во-вторых*, формирования доходов и расходов всех домохозяйств, взятых в целом, включая домашние хозяйства наемных работников, индивидуальных предпринимателей и получателей дохода от собственности.

На долю домохозяйств (индивидуального или семейного предпринимательства) приходится от 7 до 9% совокупного выпуска и 8 – 10% произведенного ВВП. Доля добавленной стоимости относительно выпуска в секторе домохозяйств выше, чем по экономике в целом (более 60%). Соответствующие данные приведены в таблице 10.

Таблица 10. Предпринимательская деятельность домохозяйств

	Выпуск	Использование выпуска				Использование валовой добавленной стоимости			
		Промежуточное потребление		Валовая добавленная стоимость (ВДС)		Налоги на производство		Оплата труда*	Валовой смешанный доход
		Млрд. руб.	В % выпуска	Млрд. руб.	В % выпуска	Млрд. руб.	В % ВДС	Млрд. руб.	Млрд. руб.
2001	1275,734	410,787	32,20	864,947	67,80	0,780	0,09		864,167
2002	1717,813	452,524	26,34	1265,289	73,66	4,556	0,36		1260,734
2003	1945,083	631,531	32,47	1313,552	67,53	5,637	0,43		1307,915
2004	2438,562	780,424	32,00	1658,138	67,00	7,110	0,43		1651,028
2005	3186,476	998,995	31,35	2187,481	68,65	5,984	0,27		2181,497
2006	3934,337	1201,652	30,54	2732,685	69,46	5,830	0,21		2726,855
2007	4521,122	1551,497	34,32	2969,625	65,68	16,562	0,56		2953,063
2008	5086,301	1769,382	34,79	3316,919	65,21	22,747	0,69		3294,171
2009	5337,282	1688,994	31,65	3648,288	68,35	30,079	0,82		3618,210
2010	6540,284	2534,645	38,75	4005,638	61,25	37,394	0,93	404,440	3563,805
2011	7443,951	2760,430	37,08	4683,522	62,92	42,158	0,90	438,023	4203,341
2012	8225,236	3126,994	38,02	5098,243	61,98	47,625	0,93	545,930	4504,688

\*Речь идет об оплате труда наемных работников, привлеченных домохозяйствами. До 2010 года таких данных нет.

Источник: ФСГС – URL:<http://www.gks.ru>

Особенно велика доля домохозяйств в сельском хозяйстве и торговле. В выпуске продукции сельского хозяйства доля домохозяйств в последние годы составляет 45 – 48%, в торговле 15- 20%.

Важно отметить, что доля домохозяйств в этих видах деятельности возрастает в годы кризиса или неурожая. Видимо, индивидуальное предпринимательство, во всяком случае, – в сельском хозяйстве, меньше подвержено влиянию конъюнктурных факторов, и, следовательно, до некоторой степени, может оказывать стабилизирующее воздействие на экономику в целом.

Как и в секторе «Корпорации», доля промежуточного потребления имеет тенденцию к росту, а доля добавленной стоимости (валового смешанного дохода) – к снижению. Как можно предположить, причиной роста доли промежуточного потребления в индивидуальном предпринимательстве (также как в кооперативном секторе) является опережающий рост цен на первичные ресурсы.

Доля налога на производство в добавленной стоимости сектора домашние хозяйства, хотя и растет, но превышает одного процента, так что динамика валового смешанного дохода практически определяется динамикой валовой добавленной стоимости.

Валовой смешанный доход – лишь одна из форм дохода домохозяйств. Остальные виды дохода домохозяйств (оплата наемного труда, социальные пособия и трансферты, доходы от собственности) формируются в других институциональных секторах. При анализе сектора домохозяйства объемы этих видов дохода могут рассматриваться как заданные. В качестве экзогенных переменных можно рассматривать также налоги, уплачиваемые домохозяйствами. Результирующей величиной поступлений и выплат домохозяйств является валовой располагаемый доход.

В таблице 11 представлены данные, характеризующие формирование ресурсов сектора домохозяйств и их использование для накопления и прироста финансовых активов.

Таблица 11. Использование валового располагаемого дохода и ресурсов инвестирования домохозяйств, млрд. руб.

	Валовой располагаемый доход*	Использование валового располагаемого дохода		Сальдо капитальных трансфертов	Ресурсы инвестирования**	Использование ресурсов инвестирования		Прирост чистых финансовых активов***
		Расходы на конечное потребление	Валовое сбережение			Валовое накопление	Чистое кредитование (по национальным счетам)	
2001	4666,9	4318,1	348,8	29,7	378,5	268,4	110,1	655,5
2002	6263,4	5409,2	854,2	55,2	909,4	355,3	554,1	857,4
2003	7604,2	6537,4	1066,8	60,1	1126,9	461,6	665,4	1358,4
2004	9576,1	8438,5	1137,6	-0,9	1136,7	632,6	504,2	1444,7
2005	12142,1	10652,9	1556,5	8,4	1564,9	755,1	680,5	1863,6
2006	14874,7	12974,7	1969,3	39,6	2008,9	1166,4	803,3	2169,2
2007	18349,8	16031,7	2318,0	23,3	2341,3	1778,8	562,5	2208,8
2008	22331,9	19967,0	2364,9	1143,7	3508,6	2196,6	1312,1	1710,1
2009	24354,9	20985,9	3369,0	1775,2	5144,2	2792,8	2351,4	3833,6
2010	28137,6	23617,6	4520,0	1113,1	5633,1	2252,0	3381,0	3968,7
2011	31696,2	27192,5	4503,6	571,0	5074,6	2324,6	2750,1	2912,2
2012	35819,1	30831,5	4987,6	947,9	5935,5	2902,5	3033,1	2230,0

\*Включая поправку на изменение чистой стоимости средств домохозяйств в пенсионных фондах

\*\*Ресурсы инвестирования равны сумме валового сбережения и сальдо капитальных трансфертов

\*\*\*Расчетная величина

Источник: Национальные счета России. Статистический сборник. 2004-2014 гг. /ФСГС. – URL:<http://www.gks.ru>

Расходы на конечное потребление обычно моделируются в зависимости от располагаемого дохода. Рисунок 2 показывает, что доля потребления в валовом располагаемом доходе (ВРД) в постоянных ценах 2008 г. остается относительно стабильной. В период 2002-2008 гг. эта доля составляла в среднем 0,87, а после кризиса незначительно снизилась - до 0,85. Таким образом, потребление домашних хозяйств стабильно составляет около 90% валового располагаемого дохода домашних хозяйств и незначительно снижается в периоды спада деловой активности. Можно утверждать, что для домашних хозяйств в России также характерно сглаживание потребления между периодами.

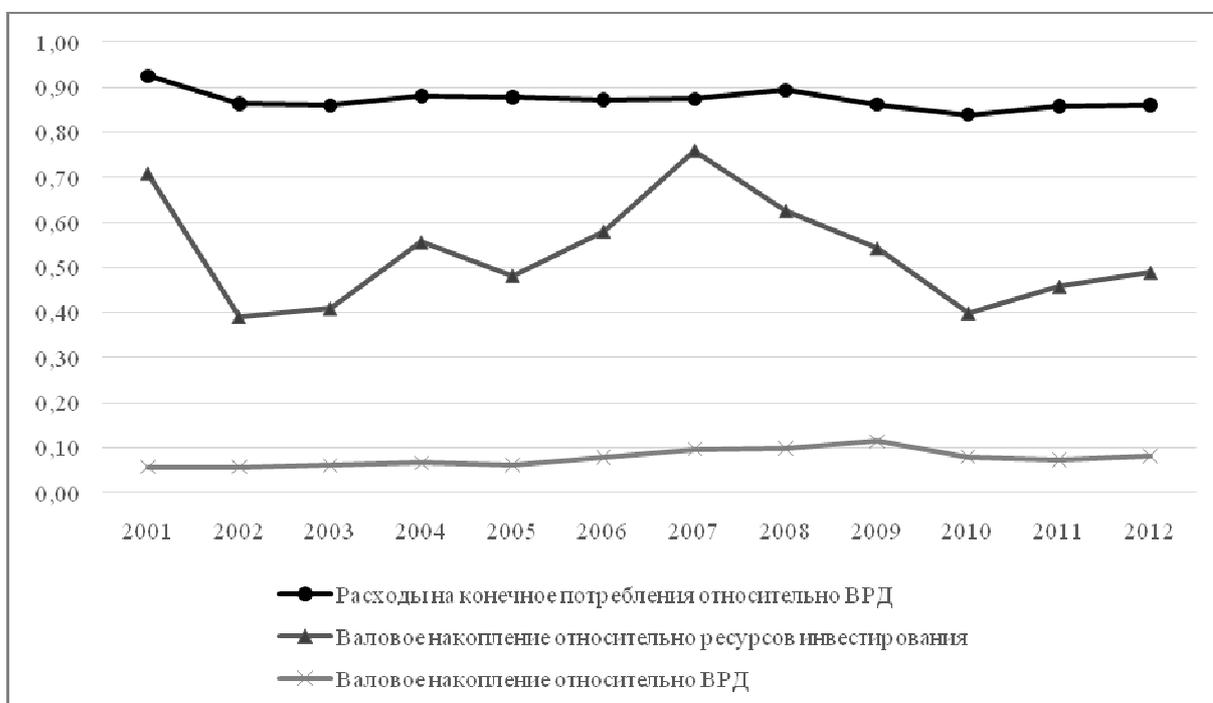


Рисунок 2. Расходы на конечное потребление и валовое накопление домашних хозяйств (в постоянных ценах 2008 г.)<sup>9</sup>

В период спада 2009 г. доля потребления в ВРД снижается, и, как следствие, растет доля валового сбережения. Валовое сбережение домашних хозяйств наряду с сальдо капитальных трансфертов является ресурсами инвестирования, которые используются по двум основным направлениям: валовое накопление и чистое кредитование остальных институциональных секторов. Здесь, как видно из рисунка 2, нельзя говорить о какой-либо

тенденции. Доля валового накопления в ресурсах инвестирования резко меняется год от года и принимает значения от 40 до 76%. На принятие решений домашних хозяйств об инвестировании влияет множество разнообразных факторов, которые целесообразно рассматривать с точки зрения портфельной теории спроса на активы.

Прирост чистых финансовых активов домохозяйств равнозначен чистому кредитованию домохозяйствами остальных секторов экономики. Данные о чистом кредитовании домохозяйствами других секторов (включая остальной мир), приведенные в национальных счетах, не согласуются с данными банковской статистики и другими источниками. Поэтому мы предлагаем свой алгоритм расчета чистых финансовых активов домохозяйств. В качестве чистого кредитования банков (домохозяйствами) принимается разница между приростом депозитов домохозяйств в банках и приростом кредитов, предоставленных банками домохозяйствам. С годами эта разница быстро убывает и в отдельные годы имеет отрицательные значения. Это значит, что домохозяйства из чистых кредиторов превращаются в чистых заемщиков банковской системы.

В качестве прироста количества денег на руках принимается прирост наличных денег вне банков<sup>10</sup>. Конечно, часть наличных денег находится в кассах небанковских корпораций, но эта часть заведомо невелика, и мы не можем ее количественно определить. Остается ею пренебречь.

Данные о приросте количества денег на руках, приводимые ежемесячно в докладе ФСГС «Социально-экономическое положение России», не согласуются с данными из других источников, и мы их не приводим. Однако данные о покупке наличной иностранной валюты населением взяты именно из этого ежемесячного издания Росстата.

---

<sup>9</sup>Рассчитано на основе данных ФСГС. – URL:<http://www.gks.ru>

<sup>10</sup> См. табл. «Денежная масса, национальное определение» в статистике ЦБ. – URL:<http://www.cbr.ru>

Таблица 12. Реальные и финансовые активы домохозяйств (в текущих ценах), млрд. руб.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ресурсы домохозяйств</b>														
Валовое сбережение	348,8	854,2	1066,8	1137,6	1556,5	1969,3	2318,0	2364,9	3369,0	4520,0	4503,6	4598,6	4421	н/д
<i>То же в % ВВП</i>	3,9	7,89	8,08	6,68	7,2	7,32	6,97	5,73	8,68	9,76	8,05	7,39	6,62	н/д
Капитальные трансферты (сальдо)	29,7	55,2	60,1	-0,9	8,4	39,6	23,3	1143,7	1775,2	1113,1	571	947,9	1130	н/д
<i>То же в % ВВП</i>	0,33	0,51	0,45	-0,01	0,04	0,15	0,07	2,77	4,57	2,4	1,02	1,52	1,69	н/д
<b>Прирост реальных активов</b>														
Валовое накопление	268,4	355,3	461,6	632,6	755,1	1166,4	1778,8	2196,6	2792,8	2252	2324,6	2902,5	3463,1	н/д
<i>То же в % ВВП</i>	3,0	3,28	3,49	3,72	3,49	4,33	5,35	5,32	7,2	4,86	4,15	4,67	5,19	н/д
<b>Прирост чистых финансовых активов</b>														
Чистое кредитование банков (данные ЦБ)	188,5	310,1	334,3	148,3	222,1	161,8	192,6	-398,8	2026,3	1777,1	522,4	-182,4	183,1	-6,1
Покупка валюты (данные ежемесячника СЭПР)	302,0	368,4	640,3	908,6	1167,1	1231,4	1099,2	2016,3	1564	1167,6	1513,3	1920,9	1887	2822,5
Прирост количества денег на руках (данные ЦБ)	165,0	178,9	383,8	387,8	474,4	776	917	92,6	243,3	1024	876,5	491,5	555,5	185,9
Прирост чистых финансовых активов, всего	655,5	857,4	1358,4	1444,7	1863,6	2169,2	2208,8	1710,1	3833,6	3968,7	2912,2	2230	2625,6	3002,3
<i>То же в % ВВП</i>	7,33	7,92	10,28	8,48	8,62	8,06	6,64	4,14	9,88	8,57	5,2	3,59	3,97	4,2

Статистика использования ресурсов домашних хозяйств для приобретения различных активов представлена в таблице 12. Из нее также видно, что валовое накопление домашних хозяйств относительно ВВП выросло в кризисном 2009 года (что было связано, скорее, с уменьшением ВВП, чем с абсолютным ростом накопления домохозяйств), а затем вновь снизилось до значений 2006 - 2007 годов.

Чистые покупки валюты населением составляют более половины всех чистых приобретений финансовых активов, а в 2012 - 2014 гг. более 80%. Покупка валюты домашними хозяйствами – это чистое кредитование остального мира.

Теоретически вложения в валюту зависят от валютного курса. В действительности прирост иностранной валюты на руках у населения далеко не всегда зависит от колебаний номинального валютного курса.

За период с января 2004 по июнь 2015 г. исследовались ряды временных данных по приросту покупок валюты домашними хозяйствами и номинальному среднему курсу рубля к доллару США. Предварительное исследование, включавший корреляционный анализ и тестирование причинности по Грэйнджеру (Granger causality), не позволяет утверждать, что эти временные ряды значимо связаны, а колебания курса объясняют изменение спроса на иностранную валюту со стороны домохозяйств (или наоборот). Причем этот вывод относится как к месячным, так и к квартальным данным. Автокорреляционный анализ позволяет утверждать, что прирост покупок иностранной валюты значимо определяется прошлыми покупками валюты. Кроме этого, очевидна сезонность динамики этого показателя: традиционно покупки валюты снижаются в начале года, постепенно растут до июля-августа, затем покупка валюты незначительно снижается и вновь растет, достигая пика в декабре каждого года. Что касается квартальных данных, то покупки валюты в первый и второй квартал

года регулярно оказываются заметно ниже объемов в третьем и четвертом квартале.

Однако период с 2004 по 2015 гг. включает в себя как минимум два временных отрезка, существенно отличающихся от общей картины. Первый период – это реакция на кризис 2008-2009 гг., когда резкое падение цен на нефть в совокупности с обвалом на финансовых рынках спровоцировали девальвацию рубля. Второй период начался в конце 2014 г., когда ЦБ РФ объявил о свободном плавании рубля. Если первый период можно считать выбросом в данных и исключить его из анализа с целью получения строгой функциональной зависимости, то второй период означает структурное изменение, для оценки которого пока недостаточно статистических данных.

При анализе помесечных данных за период с января 2004 по август 2008 года (всего 55 наблюдений) выявляется слабая связь между первыми разностями сезонно скорректированных покупок валюты и среднемесячного курса рубля (коэффициент корреляции составляет 0,25 и значим на 10%-м уровне). Поскольку первые разности являются стационарными рядами, можно оценить регрессию методом наименьших квадратов. Наилучшая модель включает компоненту AR(1) и дает значимую на 5%-м уровне оценку для коэффициента при переменной валютного курса (рост стоимости доллара США на 1 руб. увеличивает покупки валюты домашними хозяйствами на 11,8 млрд. руб.). В целом регрессия значима на 5%-м уровне, хотя низкое значение коэффициента детерминации указывают на то, что курс валюты является далеко не самым важным объясняющим фактором для принятия решений о покупке валюты домашними хозяйствами.

По-видимому, покупка валюты рассматривается домашними хозяйствами как относительно безрисковый актив, позволяющий диверсифицировать риски потерь при вложении в национальные финансовые инструменты. Это согласуется и с поведением нефинансовых корпораций.

Спрос на валюту со стороны домашних хозяйств также очень чувствителен к ожиданиям. Так, ожидавшееся падение курса рубля в конце 2014 г. вызвало ажиотажный спрос на иностранную валюту, что также сказалось на дальнейшем удешевлении рубля.

Анализ доступной статистики по сектору «домашние хозяйства» позволяет сделать следующие выводы.

(1). Домашние хозяйства участвуют в производстве 8 – 10% ВВП, при этом доля валовой добавленной стоимости в выпуске сектора выше, чем в других секторах. Доля промежуточного потребления в выпуске домашних хозяйств, так же как и в секторе нефинансовых корпораций, имеет тенденцию к росту, а доля добавленной стоимости соответственно снижается. Это связано с опережающим ростом цен на первичные ресурсы.

(2). Домашние хозяйства склонны сглаживать потребление таким образом, чтобы в среднем доля потребительских расходов составляла около 90% располагаемого дохода.

(3). Домашние хозяйства остаются крупнейшим кредитором других секторов. При этом основная часть инвестиционных ресурсов направляется на покупки иностранной валюты. Одновременно отмечается снижение чистого кредитования банков, а в отдельные годы население становится чистым заемщиком банковской системы.

(5). Спрос домохозяйств на иностранную валюту не определяется полностью колебаниями валютного курса, как можно было предположить.

**Задачи денежно-кредитной политики** по отношению к сектору домохозяйств заключаются в поощрении спроса на внутренние финансовые активы. Для этого нужно предложить домохозяйствам такие виды активов, которые могли бы гарантировать их сбережения от обесценения, например, облигации правительства, индексированные по инфляции.

### III. Сектор государственного управления

Когда мы анализируем динамику индикаторов сектора корпораций и сектора домохозяйств, весьма большое значение имеет различие функций ЦБ и правительства. Однако когда мы исследуем сектор государственного управления (правительства), отделить правительство от Центрального банка весьма проблематично, особенно в том, что касается иностранных активов и обязательств. Поэтому в этом разделе мы суммируем индикаторы, относящиеся к правительству и ЦБ. Взаимные кредиты и обязательства правительства и ЦБ в ходе этой процедуры приравняются нулю.

Счета правительства, представленные в нижеприведенных таблицах, охватывают следующие этапы формирования валового накопления, в состав которого мы включаем также сальдо капитальных трансфертов, переданных правительством другим секторам внутренней экономики:

- (1) Формирование валового сбережения государственного сектора.
- (2) Формирование ресурсов государственного сектора, включающих, наряду с валовым сбережением, прирост внутренних и внешних обязательств.
- (3) Использование ресурсов для валового накопления и прироста финансовых активов – внутреннего кредита и иностранных активов (основную часть которых составляют валютные резервы). В годы, когда бюджет сводится с крупным дефицитом, некоторая часть заимствований государственного сектора используется для финансирования текущего потребления.

Экзогенное воздействие политики правительства на функционирование и динамику экономики в целом можно проследить на каждом этапе анализа. Непосредственные поступления правительства зависят, главным образом, от

налоговой политики<sup>11</sup>. Величина валового сбережения определяется динамикой поступлений и текущих расходов, т.е. бюджетной и социальной политикой. Объем ресурсов, который может быть использован для накопления и капитальных трансфертов, определяется суммой сбережения и прироста обязательств. Важнейшие внутренние обязательства – это прирост количества денег и прирост государственного долга. Следовательно, объем ресурсов сектора государственного управления определяется проводимой денежно-кредитной и долговой политикой. Наконец, прирост активов рассматриваемого сектора включает валовое накопление реального капитала и капитальные трансферты другим секторам, внутренний кредит (главным образом – кредит банкам), прирост иностранных активов. Следовательно, структура активов сектора государственного управления определяется сочетанием инвестиционной, денежно-кредитной и валютной политики.

Сектор государственного управления воздействует на динамику других секторов посредством собственных инвестиций, капитальных трансфертов, повышения или снижения налогов, прироста денежной базы и государственного долга, регулирования валютного курса и др.

*Таблица 13.* Формирование валового сбережения сектора государственного управления, млрд. руб.

	Поступления правительства	Текущие расходы правительства			Валовое сбережение	То же в % ВВП
		Социальные пособия и текущие трансферты	Расходы на конечное потребление	Доходы от собственности, выплаченные		
2001	3294,3	859,7	1470,0	257,2	708,5	7,9
2002	4078,5	1149,0	1942,4	231,4	755,7	7,0
2003	4794,5	1377,3	2366,4	219,6	832,4	6,3
2004	6461,9	1612,7	2889,8	212,2	1753,3	10,3
2005	8461,0	1777,6	3590,7	220,0	2873,4	13,3
2006	10737,2	2219,3	4576,1	176,1	3761,8	14,0
2007	13285,4	3177,2	5751,0	155,6	4202,5	12,6
2008	16786,6	3820,0	7359,8	164,5	5443,4	13,2
2009	14115,3	4691,8	8066,7	195,3	1161,5	3,0

<sup>11</sup> Здесь подразумевается, что зависимость налоговых поступлений от сырьевых цен и курса национальной валюты также является характеристикой налоговой политики, проводимой в стране.

2010	16918,6	6085,0	8671,3	243,2	1919,2	4,1
2011	21698,5	6389,6	10102,8	322,7	4883,5	8,7
2012	24337,7	7743,4	11888,7	392,3	4313,3	6,9
2013	25198,3	8583,3	13020,2	472,1	3122,7	4,7

*Источник:* Расчеты авторов, данные ФСГС, ЦБ РФ, Федерального казначейства

Общая картина формирования валового сбережения в секторе государственного управления представлена в таблицах 13 и 14. Динамика валового сбережения отражает, во-первых, общую динамику поступлений правительства, во-вторых, изменения текущих расходов правительства: социальных выплат и трансфертов, расходов на прочие социально-культурные мероприятия, содержание государственного аппарата, оборону, полицию, ЖКХ, обслуживание государственного долга.

*Таблица 14.* Динамика валового сбережения (в ценах 2001 года) сектора государственного управления, в % к предшествующему году, 2001 = 100%

	Поступления правительства	Текущие расходы правительства			Валовое сбережение
		Социальные пособия	Расходы на конечное потребление	Доходы от собственности, выплаченные	
2001	100	100	100	100	100
2002	107,6	116,2	114,8	78,2	92,7
2003	105,0	107,0	108,8	84,7	98,4
2004	119,8	104,1	108,5	85,9	187,2
2005	118,0	99,4	112,0	93,4	147,8
2006	116,4	114,5	116,9	73,5	120,1
2007	110,6	128,0	112,3	79,0	99,9
2008	111,5	106,1	113,0	93,3	114,3
2009	77,3	112,9	100,7	109,0	23,5
2010	110,2	119,2	98,8	114,5	151,9
2011	120,9	99,0	109,8	125,1	239,8
2012	105,2	113,7	110,4	114,1	82,9
2013	97,2	104,1	102,9	113,0	68,0

*Источник:* Расчеты авторов, данные ФСГС, ЦБ РФ, Федерального казначейства

В таблице 14 поступления правительства, текущие расходы и валовое сбережение представлены в неизменных ценах 2001 г., расчет темпов роста позволяет судить о динамике этих индикаторов в течение рассматриваемого периода времени.

Как видно из этой таблицы, колебания в объемах поступлений правительства в наибольшей степени сказываются на уровне сбережений,

тогда как расходы на социальные пособия и текущее потребление продолжают расти. Так в 2009 году поступления сократились, округленно на 1/4, а сбережения – в 4 раза.

В 2011 году поступления выросли на 20%, а объем сбережений – в 2,4 раза. Напомним, что в 2011 году ЦБ вернулся к политике жесткой денежной рестрикции, а Минфин, не смотря на избыток бюджета, разместил на внутреннем финансовом рынке рекордный объем государственных обязательств. Как денежная рестрикция, так и профицит бюджета (который был увеличен за счет размещения облигаций), являются «встроенным тормозом» экономики. Результаты сказались в ближайшие два года. В 2012 году прирост поступлений замедлился, а сбережения сократились вследствие опережающего роста текущих расходов, в 2013 году снизился общий объем поступлений правительства, а сбережения уменьшились почти на треть по сравнению с 2012 годом и почти вдвое – по сравнению с 2011. *Подъем 2010-2011 годов был погашен проводившейся денежно-финансовой политикой.*

В таблице 14 столбец «Поступления правительства» включает налоги, отчисления на социальное страхование, доход от собственности, полученный, и валовую прибыль государственных учреждений.

Статья Национальных счетов «Расходы на конечное потребление» примерно соответствует расходам консолидированного бюджета на общегосударственные вопросы (за минусом расходов на обслуживание долга), оборону, правоохранительную деятельность и социально-культурные мероприятия за минусом социальных пособий. Статья национальных счетов «Доходы от собственности, выплаченные» примерно соответствует статье консолидированного бюджета «Обслуживание государственного долга».

Относительное соответствие данных Национальных счетов и консолидированного бюджета дает возможность анализировать процессы,

протекающие в секторе государственного управления, в разрезе не только годовых, но поквартальных и помесечных данных. Анализ прироста финансовых активов и обязательств основывается на статистике ЦБ, также публикуемой ежемесячно (таблицы «Денежная база» и «Обзор Центрального банка»). Данные об иностранных активах и обязательствах правительства содержатся в таблице «Обзор Центрального банка», однако их нужно корректировать с учетом данных платежного баланса (публикуемого ежеквартально) и динамики валютного курса.

Таблица 15. Структура использования поступлений правительства, в %

	Поступления правительства	Текущие расходы правительства			Валовое сбережение
		Социальные пособия и текущие трансферты	Расходы на конечное потребление	Доходы от собственности, выплаченные	
2001	100	26,1	44,6	7,8	21,5
2002	100	28,2	47,6	5,7	18,5
2003	100	28,7	49,4	4,6	17,4
2004	100	25,0	44,7	3,3	27,1
2005	100	21,0	42,4	2,6	34,0
2006	100	20,7	42,6	1,6	35,0
2007	100	23,9	43,3	1,2	31,6
2008	100	22,8	43,8	1,0	32,4
2009	100	33,2	57,1	1,4	8,2
2010	100	36,0	51,3	1,4	11,3
2011	100	29,4	46,6	1,5	22,5
2012	100	31,8	48,8	1,6	17,7
2013	100	34,1	51,7	1,9	12,4

Источник: Расчеты авторов, данные ФСГС, ЦБ РФ, Федерального казначейства

В зависимости от динамики различных видов расходов, изменяется структура использования поступлений правительства. Как видно из таблицы 15, доля сбережения в поступлениях правительства колеблется от 35% в 2006 до 8% в 2009 г. В последние годы доля сбережения быстро снижается. Напротив, текущие расходы правительств, как правило, не только не сокращаются, но даже растут, хотя и медленнее, чем в более благополучные годы.

Рассмотрим теперь формирование ресурсов правительства, которые могут быть использованы для накопления и прироста финансовых активов. Помимо валового сбережения, эти ресурсы включают прирост внутренних и иностранных обязательств.

*Таблица 16. Формирование ресурсов сектора государственного управления, млрд. руб.*

	Валовое сбережение	Изменение внутренних обязательств			Изменение иностранных обязательств	Изменение обязательств, всего	Всего ресурсы
		Денежная база	Внутренний долг	Итого			
2001	708,5	206,7	-22,9	183,8	-320,3	-136,5	572
2002	755,7	304,3	137,8	442,1	-460,4	-18,3	737,4
2003	832,4	681,7	5,1	686,8	-166,9	520,0	1352,4
2004	1753,3	466,0	89,1	555,1	-60,8	494,3	2247,6
2005	2873,4	533,9	91,0	624,9	-517,6	107,3	2980,7
2006	3761,8	1208,2	177,1	1385,3	-956,3	429,0	4190,8
2007	4202,5	1390,9	220,8	1611,7	-170,7	1441,0	5643,5
2008	5443,4	65,4	172,8	238,2	-162,8	75,4	5518,8
2009	1161,5	888,6	416,1	1304,7	456,7	1761,4	2922,9
2010	1919,2	1723,0	624,8	2347,8	59,4	2407,2	4326,4
2011	4883,5	453,8	1085,1	1538,9	20,8	1559,7	6443,2
2012	4313,3	1208,7	518,1	1726,8	614,9	2341,7	6655,0
2013	3122,7	651,1	361,1	1012,2	311,5	1323,7	4446,4
2014	н/д	828,1	1043,3	1871,4	-462,0	1409,4	н/д
2015							
I кв.		-1669,5	-92,7	-1762,2	-362,5	-2124,67	
II кв.		44,0	72,6	116,6	50,0	166,6	
III кв.		103,9	19,6	123,5	-66,2	-417,3	
I-III кв.		-1521,6	-0,5	-1522,1	-378,7	-2375,37	

*Источник:* Расчеты авторов, данные ФГС, ЦБ РФ, Федерального казначейства

Как видно из таблицы 16, прирост внутренних обязательств – денежной базы и внутреннего долга – подвержен сильным, беспорядочно пульсирующим колебаниям. Эти колебания, очевидно, определяются не целенаправленной денежной политикой, а пассивной реакцией денежных властей на изменяющуюся ситуацию. Иностранные обязательства до 2008 года включительно постоянно уменьшались, поскольку происходило постепенное погашение внешнего долга, накопленного в предшествующие десятилетия. В 2009 – 2013 годах рост иностранных обязательств

возобновился. В 2014-2015 годах, в связи с введением санкций, происходило вынужденное сокращение иностранных обязательств правительства.

Теперь рассмотрим направления использования ресурсов правительства, включающие валовое накопление и прирост внутренних и иностранных финансовых активов. Внутренние финансовые активы расширенного правительства (внутренний кредит) – это кредит, предоставленный ЦБ коммерческим банкам и небанковским корпорациям, а также прирост остатков на счетах правительства в коммерческих банках, иностранные активы – это, преимущественно официальные валютные резервы. Соответствующие данные представлены в таблице 17.

Таблица 17. Прирост активов сектора государственного управления, млрд. руб.

	*Валовое накопление	Прирост финансовых активов			Всего прирост активов
		Внутренний кредит	Иностранные активы	Прирост финансовых активов, всего	
2001	695,0	72,7	210,9	283,6	978,6
2002	827,5	-79,3	175,5	96,2	923,7
2003	612,5	-13,0	846,6	833,6	1446,1
2004	724,0	31,2	1375,4	1406,6	2130,6
2005	1532,4	-104,5	1913,8	1809,3	3341,7
2006	1645,4	126,2	2742,1	2868,3	4513,7
2007	2346,4	70,4	3913,0	3983,4	6329,8
2008	2449,3	4614,7	-897,3	3717,4	6166,7
2009	2714,8	-1983,1	172,9	-1810,2	904,6
2010	2486,2	-1067,8	1145,7	77,9	2564,1
2011	2768,0	1677,3	439,7	2117	4885
2012	3051,6	1312,4	1105,2	2417,6	5469,2
2013	2939,4	1431,6	-576,8	854,8	3794,2
2014	4543,1	6456,5	-4002,4	2454,1	6997,2
2015					
I кв.	593,6	-2004,2	-578,8	-2583	-1989,4
II кв.	700,7	-456,2	-83,3	-539,5	161,2
III кв.	1143,4	-159,1	649,2	490,1	1633,5
I-III кв.	2437,7	-2619,6	-106,0**	-2725,6	-287,9

\*Включая сальдо капитальных трансфертов.

\*\*Изменение иностранных активов (в т.ч. валютных резервов) за I – III кварталы по курсу на конец третьего квартала не равно сумме изменений валютных резервов за I, II, и III кварталы.

Источник: Расчеты авторов, данные ФСГС, ЦБ РФ, Федерального казначейства

Сумма статей Национальных счетов «валовое накопление» и «капитальные трансферты, переданные» (за вычетом капитальных трансфертов, полученных) сектора государственного управления примерно соответствует расходам консолидированного бюджета на национальную экономику. Поскольку национальные счета в разрезе институциональных секторов опубликованы только до 2013 г. включительно, для 2014 г. и I - III кварталов 2015 г. в первом столбце таблицы 17 помещены данные о расходах консолидированного бюджета на национальную экономику. Данные об исполнении бюджета за III квартал 2015 г. пока не опубликованы, поэтому мы приводим нашу оценку, построенную исходя из расходов на экономику за июль-август 2015 г.

Соотношение ресурсов и активов правительства представлено в таблице 18.

*Таблица 18.* Ресурсы и прирост активов сектора государственного управления, млрд. руб.

	Ресурсы	Валовое накопление	Валовое накопление в % от ресурсов	Активы, всего	Активы в % от ресурсов
2001	572,0	695,0	121,5	978,6	171,1
2002	737,4	827,5	112,2	923,7	125,3
2003	1352,4	612,5	45,3	1446,1	106,9
2004	2247,6	724,0	32,2	2130,6	94,8
2005	2980,7	1532,4	51,4	3341,7	112,1
2006	4190,8	1645,4	39,3	4513,7	107,7
2007	5643,5	2346,4	41,6	6329,8	112,2
2008	5518,8	2449,3	44,4	6166,7	111,7
2009	2922,9	2714,8	92,9	904,6	30,9
2010	4326,4	2486,2	57,5	2564,1	59,3
2011	6443,2	2768,0	43,0	4885,0	75,8
2012	6655,0	3051,6	45,9	5469,2	82,2
2013	4446,4	2939,4	66,1	3794,2	85,3

*Источник:* Расчеты авторов, данные ФСГС, Федерального казначейства

Как видно из этой таблицы ресурсы государственного сектора и прирост активов за тот же период в большинстве случаев существенно расходятся. Значительное превышение суммой активов суммы ресурсов в 2001 и 2002 гг., по-видимому, связано с несовершенством статистики. Умеренное расхождение между ресурсами и активами в 2003-2008 гг. лежит в пределах

статистического расхождения. В 2009 и 2010 годах сумма ресурсов качественно превосходит прирост активов, что можно объяснить использованием части заимствований не для накопления реального капитала и прироста финансовых активов, а для финансирования текущего потребления. В 2011 – 2013 гг. количественные значения ресурсов и прироста активов постепенно сближаются.

В 2015 году бюджет сводится с крупным дефицитом, поэтому можно ожидать увеличения расхождения между значениями ресурсов и активов.

**Подведем итоги.** Сектор государственного управления может целенаправленно формировать свои обязательства и активы, и, следовательно, оказывать экзогенное воздействие на экономическую систему. Комбинируя прирост денежной базы и внутреннего долга, правительство может сознательно расширять свои ресурсы сверх ординарных налоговых поступлений, и оказывать решающее воздействие на динамику процентных ставок. Осуществляя независимые инвестиции, в частности – в инфраструктурные проекты, правительство инициирует рост инвестиционной активности частного сектора, создает предпосылки для повышения эффективности экономики в долгосрочной перспективе. Кредитуюя банки и размещая в них свои временно свободные средства, расширенное правительство предоставляет им дополнительные ресурсы для кредитования и инвестирования.

*Таблица 19.* Ресурсы и валовое накопление сектора государственного управления в % ВВП

	Валовое сбережение	Прирост внутренних обязательств			Прирост иностранных обязательств	Прирост обязательств, всего	Ресурсы, всего	Валовое накопление
		Денежная база	Внутренний долг	Итого				
2001	7,9	2,3	-0,3	2,1	-3,6	-1,5	6,4	*7,8
2002	7,0	2,8	1,3	4,1	-4,3	-0,2	6,8	*7,6
2003	6,3	5,2	0,0	5,2	-1,3	3,9	10,2	4,6
2004	10,3	2,7	0,5	3,3	-0,4	2,9	13,2	4,3
2005	13,3	2,5	0,4	2,9	-2,4	0,5	13,8	7,1
2006	14,0	4,5	0,7	5,1	-3,6	1,6	15,6	6,1
2007	12,6	4,2	0,7	4,8	-0,5	4,3	17,0	7,1
2008	13,2	0,2	0,4	0,6	-0,4	0,2	13,4	5,9

2009	3,0	2,2	1,1	3,4	1,2	4,5	7,5	7,0
2010	4,1	3,7	1,3	5,1	0,1	5,2	9,3	5,4
2011	8,7	0,8	1,9	2,7	0,0	2,8	11,5	4,9
2012	6,9	1,9	0,8	2,8	1,0	3,8	10,7	4,9
2013	4,7	1,0	0,5	1,5	0,5	2,0	6,7	4,4
2014		1,2	1,5	2,6				

\*В 2001 и 2002 годах валовое накопление сектора государственного управления оказалось номинально больше ресурсов, исчисленных как сумма валового сбережения и прироста обязательств. Это объясняется тем, что в эти годы уменьшались не только иностранные обязательства, но также иностранные активы правительства. Сокращение иностранных активов могло служить еще одним источником финансирования накопления капитала.

Как видно из таблицы 19, доля валового накопления сектора государственного управления в ВВП с 2009 года монотонно снижалась. Увеличение денежной базы на величину, равную, скажем, трем процентам ВВП и размещение облигаций государственного долга на сумму, равную 1,5% ВВП в последние годы позволило бы расширить ресурсы правительства на 40-50 процентов и почти удвоить государственные инвестиции, что качественным образом изменило бы ситуацию в экономике.

Предложение обязательств правительства (включая деньги ЦБ) должно носить антициклический характер: в кризисные годы правительство должно увеличивать заимствования и расширять инвестиции, чтобы компенсировать спад деловой активности в частном секторе. На практике мы не видим четко выраженной антициклической долговой и инвестиционной политики. В предкризисные и кризисные периоды падение инвестиций в частном секторе не только не компенсируется расходами правительства, но, напротив, усиливается в результате сокращения государственных инвестиций. Долговременная стратегия государственного долга должна предусматривать формирование ресурсов дефицитного финансирования, используемых для поддержания экономической активности, особенно, в периоды кризисов.

Следующий раздел доклада будет посвящен функционированию денежно-финансовой системы российской экономики в 2014 – 2015 годах.

#### **IV. Функционирование денежно-финансовой системы в 2014-2015 гг.**

В III квартале 2014 г. вступили в действие санкции, введенные против российской экономики. Российские банки и корпорации были вынуждены погашать внешние обязательства, не имея возможности их рефинансировать на внешних финансовых рынках. Нужно подчеркнуть, что одновременно с сокращением обязательств в III квартале 2014 г. началось сокращение иностранных активов, и такую реакцию экономики на сложившиеся условия нужно признать естественной и здоровой, хотя на первых порах – недостаточной: уменьшение иностранных обязательств составило 23 млрд. долларов, уменьшение иностранных активов – всего 7 млрд.<sup>12</sup>

Снижение экспортных цен на нефть в IV квартале 2014 г. привело на первых порах к весьма ограниченному синхронному снижению экспорта и импорта, так что торговый баланс в IV квартале сократился всего на 3 млрд. долларов (с 45 до 42 млрд.). Соотношение спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем рынке существенно не изменилось,

---

<sup>12</sup> Номинально иностранные активы сократились в III квартале 2014 года на 17 млрд. долларов, но эта сумма включает списание долгов (по-видимому, безнадежных) других государств перед РФ, округленно, на 10 млрд. долларов, так что сокращение иностранных активов банков и корпораций составило 7 млрд. долларов

следовательно, не было объективных предпосылок для обвального падения курса рубля.

Анонсированный Центральным банком переход к плавающему курсу рубля, предполагающему отказ ЦБ от массированных операций на валютном рынке, вызвал ажиотажный спрос на иностранную валюту. В результате здоровая тенденция к сокращению иностранных активов, проявившаяся в III квартале, временно оборвалась. В IV квартале 2014 г., был зафиксирован массированный вывоз капитала (46 млрд. долларов<sup>13</sup>). ЦБ не только не смог уйти с валютного рынка, но ему пришлось потратить более 64 млрд. долларов для стабилизации ситуации.

В IV квартале 2014 г. ЦБ предоставил массированные кредиты банкам, которые позволили им расплатиться по своим внешним и внутренним обязательствам в иностранной валюте и удовлетворить возросший спрос на иностранную валюту со стороны домохозяйств. Объем этих кредитов примерно соответствовал сокращению официальных валютных резервов.

Традиционный для IV квартала прирост денежной базы, который обычно используется для финансирования сезонного дефицита, был использован для финансирования кредитов, предоставленных банкам. Поэтому дефицит бюджета в IV квартале 2014 г. финансировался, главным образом за счет резкого роста внутреннего долга. Прирост федерального внутреннего долга составил за IV квартал 2014 года почти 1 трлн. рублей. Резкий скачок заимствований правительства способствовал росту всего спектра процентных ставок, не в меньшей, а в большей степени, чем повышение ключевой ставки ЦБ. Если бы в IV квартале не возник ажиотажный спрос на валюту, и продолжалось сокращение иностранных

---

<sup>13</sup> Согласно платежному балансу за 2014 год, «чистое приобретение активов» в IV квартале составило 14,2 млрд. долларов. Для того, чтобы получить значение вывоза капитала, к этой сумме нужно прибавить счет операций с капиталом (капитальные трансферты), равный 31,8 млрд. долларов.

активов, удалось бы избежать резкого падения курса рубля, растраты валютных резервов, ускорения инфляции.

Соответственно, уменьшилась бы потребность в массивном кредитовании банков. Прирост денежной базы в таком случае можно было использовать не для кредитования банков, а для финансирования дефицита бюджета. Тогда для полного финансирования дефицита потребовался бы значительно меньший прирост внутреннего долга, не произошло бы резкого повышения процентных ставок. Уменьшение заимствований правительства привело бы к расширению ресурсов кредитования реального сектора. В целом, спада в экономике вполне можно было избежать.

В I квартале 2015 г. вынужденное погашение внешних обязательств достигло пика (обязательства сократились на 38 млрд. долларов), однако, поскольку ажиотажный спрос на иностранную валюту удалось погасить, остановился массивный вывоз капитала, более того, иностранные активы сократились, хотя и ненамного, – всего на 1 млрд. долларов. В то же время импорт сократился в большей степени, чем доходы от экспорта, соответственно, увеличилось положительное сальдо счета текущих операций. (См. табл. 20.) Сложились условия, позволявшие укрепить курс рубля при относительно небольшом расходовании валютных резервов. Действительно, курс рубля в течение первого квартала укрепился с 68,93 руб. за 1 доллар на конец января до 58,46 на конец марта 2015 г.<sup>14</sup>

*Таблица 20.* Платежный баланс РФ за I – III кварталы 2015 года, млрд. долларов

		I квартал	II квартал	III квартал
1	Экспорт	89,5	91,1	78,5
2	Импорт	-45,3	-48,2	-50,3
3=1-2	<b>Торговый баланс</b>	<b>44,3</b>	<b>43,0</b>	<b>28,2</b>

<sup>14</sup> Правда, в течение января 2015 года курс доллара резко вырос – с 56,26 до 68,93 руб. за 1 доллар. Это было связано с тем, что ЦБ предпринял попытку, очевидно – несвоевременную, приступить к наращиванию официальных резервов, и, следовательно, выступить на валютном рынке не в качестве продавца, а в качестве покупателя. Валютные резервы за январь увеличились всего на 0,4 млрд. долларов, тогда как курс «рухнул» на 12,7 рублей за 1 доллар.

4	Баланс услуг	-8,4	-9,7	-12,1
5	Баланс доходов	-7,2	-17,5	-10,7
6=3-4-5	<b>Счет текущих операций</b>	<b>28,7</b>	<b>15,8</b>	<b>5,4</b>
7	Изменение обязательств	-38,2	-8,6	<b>-16,1</b>
8	Изменение активов	-1,0	10,1	<b>-13,4</b>
9=7-8	<b>Сальдо финансового счета</b>	<b>-37,3</b>	<b>-18,9</b>	<b>-2,7</b>
10	Чистые ошибки и пропуски	-1,5	0,9	<b>7,1</b>
11=6+9+10	<b>Изменение валютных резервов</b>	<b>-10,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>9,7</b>

Источник: Расчеты авторов, данные ЦБ РФ

Во II квартале 2015 г. объем погашения обязательств снизился более чем в 4 раза (с 38 до 8,5 млрд. долларов), и, в целом, сальдо счета финансовых операций оказалось более благоприятным, чем в I квартале. Курс рубля по итогам II квартала укрепился, хотя все укрепление пришлось на апрель, когда доллар подешевел с 58,46 до 51,70 руб. Напротив, в мае-июне курс рубля пополз вниз. Видимо, при несколько больших затратах валютных резервов можно было сохранить положительную динамику валютного курса рубля. Вполне возможно, что возобновившийся во II квартале вывоз капитала был связан именно с тем, что ЦБ не приложил достаточных усилий для удержания курса рубля.

Особенно противоречивая, можно сказать – драматичная или переломная ситуация сложилась в III квартале 2015 г. В этом квартале продолжалось снижение доходов от экспорта, однако импорт не только не сократился, но даже несколько вырос, что можно рассматривать как признак некоторого оздоровления внутреннего спроса.

Правда, рост импорта и сезонное увеличение отрицательного сальдо счета услуг в условиях снижения доходов от экспорта привели к уменьшению положительного сальдо счета текущих операций почти втрое: с 15,8 до 5,4 млрд. долларов. Однако такое уменьшение активного сальдо счета текущих операций было вполне приемлемым, потому что в еще большей степени уменьшилось отрицательное сальдо финансового счета платежного баланса. Именно в области трансграничного движения капитала произошли наиболее важные изменения, а именно, *сокращение иностранных активов*

*российских банков и корпораций на 5/6 уравнесило погашение иностранных обязательств. Действительно, хотя погашение иностранных обязательств в III квартале увеличилось вдвое по сравнению со вторым кварталом, это не привело к росту отрицательного сальдо финансового счета, потому что одновременно сократились иностранные активы. В целом, впервые за полтора года, сложились условия для качественного укрепления курса рубля (без расходования валютных резервов) и оздоровления всей системы ожиданий в экономике.*

Однако ничего подобного не произошло. Напротив, курс рубля резко пошел вниз. В течение III квартала 2015 г. номинальный курс доллара вырос с 55,52 руб. за 1 доллар до 66,24. Чем это можно объяснить?

В III квартале ЦБ приступил к наращиванию валютных резервов, т.е. выступил на валютном рынке не в качестве продавца, а в качестве покупателя, тем самым подталкивая курс рубля вниз, а курс доллара – вверх. Этот шаг был крайне несвоевременным. Если бы ЦБ воздержался от наращивания валютных резервов, курс рубля мог существенно укрепиться. Конечно, в этом случае в еще большей степени вырос бы импорт. Но удешевление и рост импорта могли способствовать расширению агрегированного внутреннего спроса, в частности, спроса инвестиционного. Вполне вероятно, это привело бы к уменьшению положительного сальдо счета текущих операций. В крайнем случае, пришлось бы не только отказаться от прироста валютных резервов, но и потратить из этих резервов несколько миллиардов долларов для того, чтобы уравновесить спрос и предложение иностранной валюты. Но такие затраты были бы вполне оправданны, потому что изменилась бы вся экономическая ситуация, оздоровились ожидания, экономика получила бы импульс к выходу из

кризиса. Шанс укрепить курс рубля, стимулировать импорт, оздоровить ситуацию в экономике был упущен.<sup>15</sup>

\*\*\*

Рассмотрим теперь, как развивалась ситуация в денежно-финансовой сфере в течение истекших трех кварталов 2015 г. В I и II кварталах бюджет сводился с дефицитом, обусловленным снижением доходов от внешнеэкономической деятельности. Реальный дефицит федерального бюджета<sup>16</sup> в I квартале составил 1092,9 млрд. рублей, или 6,6% квартального ВВП. Дефицит финансировался за счет сокращения остатков на счетах правительства в ЦБ и коммерческих банках (см. таблицу 21).

*Таблица 21. Формирование и финансирование дефицита федерального бюджета в I квартале 2015 года, млрд. руб.*

Формирование дефицита		Финансирование дефицита	
Официальный дефицит	691,9	Уменьшение остатков на счетах бюджета*	1091,7
Погашение внутреннего долга	100,2	Доход от приватизации	0,3
Курсовая разница	48,4	Чистые неуказанные доходы	0,9
Бюджетные кредиты	14,3		
Прочие внутренние расходы	184,3		
Погашение внешнего долга	53,8		
Итого	1092,9	Итого	1092,9

\*Включая доход от операций по управлению счетами

Источник: Расчеты авторов, данные Федерального казначейства

<sup>15</sup> В докладе ЦБ «Основные направления ...на 2016 год и период 2017-2018 годов», опубликованном в сентябре 2015 г., утверждается, что «вынужденное погашение внешних обязательств ...обусловило существенный отток капитала» (Основные направления, 2015, с.15). Авторы доклада упорно не замечают, что в III квартале 2015 г. погашение внешних обязательств почти полностью покрывалось сокращением иностранных активов, чистый отток капитала был незначительным и не превышал положительное сальдо счета текущих операций. Следовательно, объективных предпосылок для дальнейшего падения курса рубля не было; это падение индуцировалось исключительно политикой самого ЦБ. Авторы доклада как будто не видят зависимости между решением наращивать валютные резервы и снижением курса рубля. Более того, в докладе ЦБ декларируется задача увеличения валютных резервов до 500 млрд. долларов, что равнозначно недопущению укрепления рубля в течение нескольких лет. Удивительно, что на той же странице доклада, на которой декларируется задача увеличения резервов до 500 млрд. долларов, утверждается, что ЦБ «продолжает следовать режиму плавающего валютного курса» (Основные направления...2015, с.43). Но режим плавающего курса и целенаправленное массивное наращивание резервов есть феномены, по своей природе несовместимые.

<sup>16</sup> Реальный дефицит федерального бюджета включает, наряду с официальным дефицитом, погашение внешнего и внутреннего долга, бюджетные кредиты, потери на курсовой разнице и др.

Как можно судить по балансу Центрального банка (таблица 22), сокращение остатков на счетах правительства в I квартале тесно корреспондировало с уменьшением иностранных активов ЦБ. Это означало, что дефицит на деле финансируется за счет сокращения валютных резервов, в данном случае – за счет расходования суверенных фондов.

*Таблица 22. Ресурсы ЦБ РФ и их использование в I квартале 2015 г., млрд. руб.*

Ресурсы		Использование	
Сокращение чистых иностранных активов	852,2	Сокращение остатков на счетах	847,6
Сокращения кредита банкам и др. секторам	1663,7	Уменьшение денежной базы	1669,5
Прирост прочих чистых пассивов	30,6	Прирост кредита правительству	29,3
Итого ресурсы	2546,5	Итого использование	2546,4

*Источник:* Расчеты авторов, данные ЦБ РФ

В течение всех трех кварталов происходило погашение кредитов, предоставленных Центральным банком коммерческим банкам в конце 2014 г., другими словами, в течение трех истекших кварталов 2015 г. ЦБ сжимал внутренний кредит частному сектору экономики. Средства, поступающие в ЦБ в результате погашения кредита банками, явились важнейшей частью ресурсов ЦБ, но использовались они по-разному от квартала к кварталу. Как видно из таблицы 22, в I квартале 2015 г. уменьшению кредита, предоставленного ЦБ банкам и другим организациям частного сектора, соответствует сокращение денежной базы. Это значит, что средства, поступившие в результате погашения кредита банками, не использовались для активных операций, а изымались из обращения.

Во II квартале 2015 г. бюджет также сводился с дефицитом; прирост дефицита во II квартале составил 575 млрд. рублей или 3,3% квартального ВВП. Более чем на 90% дефицит финансировался за счет сокращения остатков на счетах бюджета (см. таблицу 23).

*Таблица 23. Формирование и финансирование дефицита федерального бюджета во II квартале 2015 года, млрд. руб.*

Формирование дефицита		Финансирование дефицита	

Официальный дефицит	105,8	Уменьшение остатков на счетах*	527,4
Бюджетные кредиты	54,5	Прирост внутреннего долга	45,5
Курсовая разница	289,3	Доход от приватизации	1,1
Прочие внутренние расходы	1,7	Чистые неуказанные доходы	0,5
Погашение внешнего долга	123,4		
<b>Итого</b>	<b>574,5</b>	<b>Итого</b>	<b>574,5</b>

\*Включая доход от операций по управлению счетами

Источник: Расчеты авторов, данные ФСГС

Как видно из таблицы 24, в которой представлен баланс ЦБ за II квартал 2015 г., теперь сокращение остатков на счетах бюджета корреспондировало не столько с сокращением иностранных активов (валютных резервов), сколько с уменьшением кредита банкам и другим организациям частного сектора. Другими словами, средства, поступавшие в ЦБ в результате сжатия внутреннего кредита, использовались для финансирования дефицита бюджета.

Таблица 24. Ресурсы ЦБ РФ и их использование во II квартале 2015 г., млрд. руб.

Ресурсы		Использование	
Сокращение кредита банкам и др. секторам	534,5	Сокращение счетов правительства	594,3
Сокращение чистых иностранных активов*	144,2	Сокращение других обязательств**	144,1
Прирост денежной базы	44,0	Прирост кредита правительству	2,9
Прирост капитала ЦБ	18,3		
Итого ресурсы	741,0	Итого использование	741,3
		Расхождение	-0,3

\*Сокращение чистых иностранных активов за минусом прироста «прочих чистых пассивов», отражающих переоценку всего массива иностранных активов и пассивов

\*\*Сокращение других (помимо денежной базы) обязательств перед банками и другими (главным образом - финансовыми) организациями частного сектора

Источник: Расчеты авторов, данные ЦБ РФ

Наконец, в III квартале бюджет был сведен с профицитом. Временное преодоление дефицита достиглось в результате нового снижения курса рубля и жесткой экономии расходов бюджета. Реальный избыток

федерального бюджета в III квартале составил 225 млрд. рублей, или, ориентировочно, 1,2% квартального ВВП. Использовался бюджетный излишек, главным образом, для погашения внешнего и внутреннего долга (см. таблицу 25).

*Таблица 25. Формирование и использование избытка федерального бюджета в III квартале 2015 г., млрд. руб.*

Формирование избытка		Использование избытка	
Официальный профицит	148,8	Погашение внутреннего долга	98,0
Доход от приватизации	3,4	Погашение внешнего долга	89,3
Курсовая разница*	3,8	Покупка драгметаллов	8,2
Операции по управлению счетами	68,9	Бюджетные кредиты	28,0
Чистые неуказанные доходы	0,4	Прочие внутренние расходы	1,8
Итого	225,3	Итого	225,3

\*Курсовая разница за минусом прироста остатков на счетах бюджета

Источник: Расчеты авторов, данные ФСГС

Поскольку бюджет в III квартале сводился с профицитом, остатки на счетах правительства в ЦБ не сократились, а выросли (см. таблицу 26). Выросли и другие ресурсы ЦБ – денежная база и средства, поступавшие в результате сжатия внутреннего кредита (причем сжатие внутреннего кредита составило более половины ресурсов Центрального банка). Как уже говорилось, в III квартале ЦБ приступил к наращиванию валютных резервов, и почти весь прирост ресурсов ЦБ использовался для покупки иностранной валюты.

*Таблица 26. Ресурсы ЦБ РФ и их использование в III квартале 2015 г., млрд. руб.*

Ресурсы		Использование	
Счета правительства	735,9	Чистые иностранные активы*	1630,9
Прирост денежной базы	103,8	Кредит правительству	50,0
Уменьшение кредита банкам и др. секторам	921,7	Уменьшение других обязательств	80,7
Итого	1761,4	Итого	1761,6
		Расхождение	-0,2

\*Прирост чистых иностранных активов за минусом «чистых прочих пассивов», в которых обычно отражается переоценка всего массива иностранных активов и пассивов по курсу на конец периода.

Источник: Расчеты авторов, данные ЦБ РФ

Сжатие внутреннего кредита ЦБ сдерживало кредитную активность банков, а интервенции ЦБ на валютном рынке вели к новому витку падения

курса рубля. Таким образом, в III квартале 2015 г. экономика подверглась двойному шоку со стороны денежных властей – снижению курса рубля и сжатию внутреннего кредита. Продолжение рецессии становилось неизбежным.

Рассмотрим теперь, как сказывалась рестрикционная политика денежных властей на кредитной активности коммерческих банков.

Характер формирования ресурсов банков носил в истекшем периоде 2015 г. не вполне здоровый характер: банковские ресурсы формировались не только в результате прироста пассивов, но, в значительной мере, также за счет сокращения некоторых видов активов. Так, в I – III кварталах 2015 г. сокращались банковские резервы ликвидности, в I и II кварталах сокращался кредит, предоставленный домохозяйствам. Использовались ресурсы не столько для кредитования внутренней экономики, сколько для погашения внутренней и внешней задолженности банков. Погашение иностранных обязательств и кредитов ЦБ поглотили более 80% ресурсов банков в I квартале, 60% - во II квартале и 40% - в III. Бесприбыльное использование ресурсов, привлеченных под относительно высокие проценты, по-видимому, обусловило убыточность банковской системы в отдельные месяцы.

Главная функция банков как части экономической системы заключалась в перераспределении сбережений в пользу инвестиций в реальном секторе, т.е., прежде всего, в пользу нефинансовых корпораций. Эта функция в течение трех истекших кварталов выполнялась крайне слабо или не выполнялась вовсе. В I квартале 2015 г. нефинансовые корпорации выступали не в качестве чистого заемщика, а в качестве чистого кредитора банковской системы. Во II квартале нефинансовые корпорации все же явились чистыми заемщиками банковской системы, однако это достигалось не в результате широкого кредитования нефинансовых корпораций, а в результате сокращения их депозитов в банках. Нефинансовые корпорации, резко сократив объем своих депозитов, по-видимому, использовали

высвободившиеся средства для поддержания производственных процессов в условиях затрудненного доступа к заемным ресурсам. Наконец, в III квартале чистое кредитование нефинансовых корпораций банками составило пренебрежимо малую величину, поскольку прирост депозитов нефинансовых корпораций практически сравнялся с приростом кредитов, предоставленных банками. Таким образом, в течение трех кварталов 2015 г. банковский механизм перераспределения сбережений в пользу тех субъектов экономики, которые осуществляют реальные инвестиции, практически не функционировал. Это нарушение функций банковской системы также можно рассматривать как один из факторов рецессии, наряду с сокращением реальных расходов бюджета и депрессивным воздействием на экономику падения курса рубля.

Данные о формировании ресурсов кредитных организаций и их использовании представлены в **Приложении, в таблицах**

Что можно было изменить в политике денежных властей в I – III кварталах 2015 г.?

Уменьшение денежной базы в I квартале было беспрецедентно резким, и составило более 10% квартального ВВП (см. таблицу 27).

*Таблица 27. Динамика денежной базы, в процентах ВВП соответствующего периода, “+” – увеличение, “-” – уменьшение*

	I квартал	II квартал	III квартал	I – III кварталы	IV квартал	Год
2010	-1,03	7,57	-0,57	1,99	8,03	3,72
2011	-5,66	-0,78	-0,02	-1,95	7,77	0,81
2012	-6,26	2,28	-0,29	-1,25	10,26	1,94
2013	-8,40	2,75	0,31	-1,54	7,57	0,98
2014	-7,50	1,89	1,47	-1,08	6,94	1,16
2015	-10,08	0,25	0,50	-2,78		

*Источник:* Расчеты авторов, данные ФСГС, ЦБ РФ

Учитывая хронический дефицит ликвидности в российской экономике, сезонное сокращение денежной базы в I квартале 2015 г. могло бы ограничиться величиной, равной, скажем, 1% ВВП, как в 2010 году. Тогда не

потребовалось бы сжимать внутренний кредит Центрального банка, причем в условиях затянувшейся рецессии и затрудненного доступа к внешним источникам финансирования. Напомним, что в I квартале 2015 г. практически все сжатие внутреннего кредита Центрального банка «использовалось» для уменьшения денежной базы. Отказ Центрального банка от сжатия внутреннего кредита вполне закономерно повлек бы расширение предложения банковских кредитов нефинансовому сектору экономики и качественное снижение процентных ставок. Снижению ставок мог бы также способствовать анонсированный временный отказ Минфина от наращивания внутреннего долга.

Во II квартале 2015 г. прирост денежной базы в процентах ВВП был самым низким, начиная с 2011 г. Он мог быть на порядок большим, и составить, как в 2013 г., 2,75% ВВП. Это позволило бы почти полностью финансировать дефицит бюджета во II квартале за счет эмиссионного ресурса (на деле дефицит финансировался за счет сжатия внутреннего кредита ЦБ и расширения внутреннего долга). Попытка вернуться к наращиванию внутреннего долга во II квартале 2015 г. была, очевидно, несвоевременной, и лишь помешала снижению процентных ставок; уже в III квартале от этой попытки пришлось отказаться.

В III квартале 2015 г. прирост денежной базы мог бы составить не 0,5%, а, как годом ранее, 1,5% квартального ВВП, т.е. втрое большую величину. Расходы консолидированного бюджета на национальную экономику в истекших кварталах 2015 г. составили немногим более 4% ВВП. Формирование умеренного дефицита в размере 1,5% ВВП в III квартале позволило бы увеличить государственные инвестиции в 1,4 раза.

Разумеется, не нужно было в III квартале 2015 г. начинать наращивание валютных резервов; значительно важнее было добиваться повышения курса рубля. Укрепление рубля, снижение процентных ставок, увеличение расходов бюджета на инвестиции, расширение кредитования внутренней

экономики – сочетание всех этих мер могло качественным образом изменить экономическую ситуацию, обеспечить восстановление роста уже в ближайшей перспективе, причем независимо от динамики экспортных цен на нефть.

### ***Внутренние и внешние причины экономического спада***

Перечислим основные факторы, обусловившие спад в 2015 г.:

1. Снижение валютного курса рубля.
2. Резкое падение импорта, прежде всего – инвестиционных товаров.
3. Высокие процентные ставки.
4. Сжатие расходов бюджета.

***Падение курса рубля*** в документах экономических ведомств и в экономической публицистике обычно связывают с падением мировых цен на нефть. Конечно, экспортные цены влияют на курс, но, пока сохраняется активное сальдо торгового баланса и счета текущих операций, это влияние не является непосредственным. Непосредственно на валютный курс влияет соотношение спроса и предложения иностранной валюты, которое, при сохранении активного сальдо счета текущих операций, определяется трансграничным движением капитала и операциями ЦБ на валютном рынке.

В таблице 16 представлены данные о динамике цен на нефть и валютного курса за 19 месяцев – с февраля 2014 года по июль 2015. Как видно из этой таблицы, в 12 наблюдениях цены на нефть и курс рубля изменялись в одном и том же направлении, в 7 наблюдениях их движение было или противоположно направленным, или один из показателей оставался неизменным, в то время как другой показатель увеличивался или уменьшался. Следовательно, на коротком отрезке времени автоматической зависимости между экспортными ценами нефти и валютным курсом не существует. В III квартале 2015 года цены на нефть оставались относительно

стабильными, при этом предложение валюты превысило спрос на нее со стороны частного сектора, однако интервенция ЦБ на стороне спроса привела к резкому падению курса рубля.

*Таблица 28. Динамика цены на нефть и валютного курса рубля, в процентах к предыдущему месяцу*

	Курс рубля		Экспортная цена нефти		Курс рубля: повышение (+), понижение (-)	Цена на нефть: повышение (+), понижение (-)
	Руб. за 1 \$	В %	Долл. за 1 т	В % **		
Янв. 2014	35,24		743,9			
Февр. 2014	36,05	97,8	732,7	98,5	-	-
<b>Март</b> 2014	35,69	101,0	736,5	100,5	+	+
Апр. 2014	35,70	100	740,3	100,5	0	+
Май 2014	34,74	102,8	734,9	99,3	+	-
<b>Июнь</b> 2014	33,63	103,3	743,0	101,1	+	+
Июль 2014	35,73	91,6	743,3	100,0	-	0
Авг. 2014	36,93	99,5	712,7	95,9	-	-
<b>Сент.</b> 2014	39,39	93,7	670,4	94,1	-	-
Окт. 2014	43,39	90,7	644,4	96,1	-	-
Ноябрь. 2014	49,32	87,9	565,3	87,7	-	-
<b>Дек.</b> 2014	56,26	87,6	493,4	87,3	-	-
Янв. 2015	68,93	81,6	399,9	81,0	-	-
Февр. 2015	61,27	112,5	365,8	91,5	+	-
<b>Март</b> 2015	58,46	104,8	383,1	104,7	+	+
Апр. 2015	51,70	113,1	392,5	102,5	+	+
Май 2015	52,97	97,6	424,5	108,2	-	+
<b>Июнь</b> 2015	55,52	95,4	427,9	100,8	-	+
Июль 2015	58,99	94,2	404,7	94,6	-	-
Август 2015	66,48	88,7	349,9	86,5	-	-
Сент. 2015	66,24	100,4			+	
Окт. 2015	64,37	102,9			+	

Падение курса рубля в 2014 – 2015 гг. привело к *удорожанию импорта и резкому его снижению*. В I полугодии 2015 г. импорт в номинальном выражении сократился по сравнению с предшествующим периодом почти на 40%. Особенно сильно сократился импорт товаров инвестиционного спроса. Если падение импорта непосредственно вызывается снижением курса рубля, а его темпы значительно опережают темпы спада,

есть все основания полагать, что снижение импорта является не столько следствием, сколько причиной экономической депрессии.

*Высокие процентные ставки* – еще один фактор экономического спада. Центральный банк упорно придерживается схемы, согласно которой чем бы ни вызывалась инфляция, с ней следует бороться с помощью повышения процентных ставок и сжатия денежного предложения, другими словами, с помощью подавления спроса. Поддерживать спрос, стимулировать экономический рост, согласно этой схеме, можно только после того, как инфляция будет стабилизирована на низком уровне, скажем, 4 процента.

Подавить инфляцию, ограничивая спрос, можно в том случае, если инфляция вызывается избыточным спросом. Но если очевидно, что инфляция вызывается другими причинами, например, падением валютного курса рубля, дополнительное давление на спрос не ослабит инфляцию, но негативно скажется на реальной экономике.<sup>17</sup>

В документах ЦБ повышение ключевой ставки в конце 2004 года до 17% оправдывается тем, что это позволило нормализовать ситуацию в банковском секторе и на валютном рынке. Однако решающую роль в стабилизации валютного рынка сыграл огромный кредит, предоставленный банкам, и соответствующая продажа валюты ЦБ. Для стабилизации ситуации на валютном рынке Центральный банк в течение трех кварталов (IV квартал 2004 – II квартал 2015) использовал более четверти накопленных валютных резервов. При столь крупном расходовании валютных резервов вполне можно было обойтись без скачкообразного повышения ставок по операциям Центрального банка.

Вместе с тем, как нам представляется, значение ключевой ставки Центрального банка для динамики всего спектра краткосрочных и

---

<sup>17</sup> Тезис о том, что инфляция в российской экономике носит немонетарный характер, много раз обосновывался в научной литературе (см., например, Баранов, Сомова, 2015, с.26).

долгосрочных ставок в документах ЦБ и в экономической литературе несколько преувеличивается<sup>18</sup>. ЦБ признает, что повышение ключевой ставки непосредственно влияет лишь на межбанковский денежный рынок, и скажется на динамике долгосрочной ставки с длительным временным лагом (5, с. 8-9). В докладе ЦБ «Основные направления ...» говорится, что Центральный банк «старается минимизировать свое вмешательство в работу рынка», и не пытается воздействовать даже на ставки по операциям на межбанковском рынке, за исключением ставок овернайт. (Основные направления..., 2015, с.9)

Однако мировая практика выработала механизм *непосредственного* влияния денежных властей на весь спектр процентных ставок – это операции центральных банков на открытом рынке государственных (а в кризисных условиях – и негосударственных) ценных бумаг. Операции центральных банков на рынке ценных бумаг, прежде всего, монетизация государственного долга, позволяет удерживать процентные ставки на уровне ниже инфляции.

ЦБ РФ не только не использует этот механизм, но даже не обсуждает вопрос о его использовании. Это, однако, не означает, что государственные заимствования на внутреннем рынке не влияют на процентные ставки. Так, резкий скачок государственных заимствований в декабре 2014 г., когда прирост федерального долга, выраженного в ценных бумагах, составил более 1 трлн. рублей, по-видимому, оказал не меньшее, а большее влияние на рост процентных ставок, чем повышение ключевой ставки ЦБ, причем влияние это не связано со значительным временным лагом.

---

<sup>18</sup> Во многих публикациях процентная политика ЦБ подвергается убедительной критике, отмечается, что рост процентных ставок в существующей ситуации скорее способствует инфляции, чем сдерживает ее, однако решающее воздействие на весь спектр процентных ставок ключевой ставки ЦБ обычно под сомнение не ставится, а альтернативные факторы, обуславливающие динамику процентных ставок, не рассматриваются. См., например, (Симонов, 2015, с. 16).

Объем государственных заимствований непосредственно влияет на ставки по ОФЗ, динамика которых тесно коррелирует с динамикой среднесрочных и долгосрочных ставок по кредитам. Данные о динамике федерального долга и процентных ставок приведены в таблице 17.

Таблица 29. Динамика внутреннего долга и процентных ставок в 2014 – 2015 гг.

	Прирост внутреннего федерального долга*, млрд. руб.	Ставки по ОФЗ		Ставки по кредитам, предоставленным нефинансовым корпорациям в рублях	
		Среднесрочная	Долгосрочная	До 1 года	Свыше 1 года
2014					
Июль 2014	142,7	8,14	8,52	10,69	11,92
Август	-45,0	8,62	8,99	10,56	11,83
Сентябрь	8,7	8,71	9,09	10,62	12,05
Октябрь	7,5	8,99	9,25	10,79	12,24
Ноябрь	-78,9	9,70	9,45	11,97	12,56
<b>Декабрь</b>	<b>1045,0</b>	<b>12,83</b>	<b>12,09</b>	<b>18,31</b>	<b>12,94</b>
2015					
Январь	3,4	14,39	12,12	19,86	15,09
Февраль	27,3	13,48	12,06	18,14	16,36
Март 2015	-130,9	12,72	12,01	17,91	16,45
Апрель 2015	98,7	12,34	11,04	17,17	15,80
Май 2015	77,9	10,40	10,38	16,02	16,25
Июнь 2015	-131,1	10,31	10,41	15,51	15,12
Июль 2015	99,3	10,15	10,35	14,65	14,87
Август 2015	-25,4	10,16	11,82	14,24	14,58
Сентябрь		10,68	12,31		
Октябрь		10,38	12,00		

\*Изменения объема внутреннего федерального долга, представленного в ценных бумагах, «+» – увеличение, «-» – уменьшение

Источник: Расчеты авторов, данные ФСГС, ЦБ РФ

Конечно, общий тренд изменения процентных ставок складывается под влиянием многих факторов, так что не всегда относительно небольшие изменения в заимствованиях правительства ведут к соответствующим изменениям ставок по ОФЗ и банковским кредитам. Однако очевидно, что крупные перепады в государственных заимствованиях (как, например, в декабре 2014 или в марте 2015 г.) вызывают колебания процентных ставок.

Операции центральных банков на рынке ценных бумаг непосредственно воздействуют на долгосрочные и среднесрочные процентные ставки, уменьшают расходы бюджета по обслуживанию долга,

обеспечивают экономику достаточным количеством денег, а банковскую систему – резервами ликвидности, способствуют росту кредитной активности банков. Эффективное регулирование процентных ставок невозможно только посредством манипулирования со ставками по кредитным и депозитным операциям ЦБ. Для регулирования всего спектра процентных ставок необходимы операции центрального банка на открытом рынке ценных бумаг.

В литературе нередко отмечается, что объем внутреннего и внешнего государственного долга РФ невелик по сравнению с другими странами и поэтому может быть увеличен без опасения негативных последствий. Однако сопоставляя объем долга в разных странах, нужно принимать во внимание ставки процента по государственным облигациям, уровень монетизации долга, соотношение темпов роста ВВП и ставок по облигациям.

Допустим, что в одной стране государственный долг составляет 10% ВВП, ставка по облигациям равна 12%, а темп роста ВВП равен 1%. При этом монетизация долга вообще не практикуется. Таким образом, ставка по облигациям в 12 раз выше темпа роста ВВП, и по мере роста долга расходы по обслуживанию долга относительно ВВП и доходов бюджета будут быстро увеличиваться.

Допустим, далее, что в другой стране объем долга равен 80% ВВП, ставка по облигациям составляет 2%, четвертая часть прироста долга выкупается центральным банком за счет эмиссии (монетизация долга равна 25%), следовательно, реальная ставка, выплачиваемая правительством, составляет не 2, а 1,5 процента.

Примем, что темп роста ВВП в этой стране вдвое выше реальной ставки по государственному долгу, т.е. равен 3%. Следовательно, умеренное наращивание долга не будет увеличивать долговую нагрузку на бюджет (при постоянном соотношении доходов бюджета и ВВП). Мы не можем с полной

уверенностью утверждать, в какой из этих двух стран дальнейшее наращивание государственного долга вызовет **большие** негативные последствия.

### ***Краткие выводы***

1. В условиях рецессии денежно-кредитная политика должна быть направлена на поддержание экономической активности, на расширение спроса, на выход экономики из кризиса. Для этого необходимо качественное снижение всего спектра процентных ставок.<sup>19</sup> Оперативное снижение процентных ставок достигается не с помощью изменений ставок по операциям ЦБ, а в результате операций центральных банков на открытом рынке ценных бумаг.
2. Важнейшая причина ускорения инфляции в 2015 году – это снижение курса рубля, а не избыточный спрос. Для снижения темпов инфляции нужно укрепление курса рубля, а не высокие процентные ставки. В условиях примерно равновесного сокращения иностранных активов и обязательств, ЦБ может обеспечить систематическое и предсказуемое укрепление курса рубля.<sup>20</sup>
3. В III квартале 2015 года сложилась благоприятная ситуация для укрепления курса рубля, однако, она не была использована Центральным банком. ЦБ предпочел увеличить валютные резервы. В результате курс рубля вновь резко снизился. В сегодняшних условиях приоритетной задачей валютной политики должно быть укрепление курса рубля, а не наращивание валютных резервов.
4. Снижение курса рубля ведет к сокращению импорта. Падение импорта, наряду, с высокими процентными ставками, – одна из основных

---

<sup>19</sup> Требование снижения ставок процента неоднократно высказывалось и обосновывалось в литературе. Так, М.В. Куликов пишет, что ставки должны быть снижены, не смотря на возрастающую в этом случае, угрозу инфляции. (Куликов, 2015, с.24)

причин экономического спада.<sup>21</sup> В сложившейся ситуации поддержание импорта значительно важнее для экономики, чем наращивание валютных резервов и даже чем бездефицитный бюджет.

5. Погашение внешних обязательств в условиях санкций, в значительной мере, осуществляется и должно осуществляться за счет уменьшения иностранных активов. Тенденцию к репатриации иностранных активов российских корпораций нужно поддержать и закрепить на официальном уровне. Другой возможности погашения внешней задолженности не существует. Желательной и вполне достижимой является ситуация, когда уменьшение иностранных активов несколько превышает погашение внешних обязательств, а сумма этого превышения используется для дополнительного финансирования импорта. В случае дальнейшего снижения экспортных цен нефти, критически важный импорт не должен сокращаться пропорционально снижению доходов от экспорта. Возможное в таком случае отрицательное сальдо счета текущих операций нужно уравновесить ускоренной репатриацией капитала.

В экономической литературе тезис о погашении внешней задолженности за счет репатриации иностранных активов не получил однозначной поддержки. Согласно ряду авторов (Широв и др., 2015), нельзя рассчитывать на масштабную репатриацию вывезенного капитала, и реальным источником погашения внешних обязательств могут быть лишь ликвидные резервы. М.В. Куликов (Куликов, 2015) констатирует, что в III квартале 2015 года произошла самая масштабная за 15 лет репатриация российского капитала, однако, также полагает, что рассчитывать на ее продолжение не стоит. Наша позиция заключается в том, что существует органическая зависимость между

---

<sup>20</sup> Влияние валютного курса на внутреннюю экономику анализируется в статьях (Климовец, 2015, Ершов, 2015).

<sup>21</sup> В докладе ЦБ «Основные направления ...» падения импорта рассматривается исключительно под углом зрения сохранения крупного положительного сальдо торгового баланса и, поэтому, оценивается скорее положительно. (5, с.38)

вывозом и вывозом капитала, так что сокращение иностранных обязательств влечет за собой сокращение иностранных активов. Этот спонтанный процесс следует подкрепить мерами государственной политики.

На 1 апреля 2015 года иностранные активы РФ составили 1,2 трлн. долларов, иностранные обязательства – 0,9 трлн. долларов. Относительно ликвидные иностранные активы частного сектора (обозначаемые в документах ЦБ как «прочие пассивы») составляли 394 млрд. долларов, относительно ликвидные обязательства («прочие активы»), которые, в отличие от прямых инвестиций, быстро сокращаются, составляли 380 млрд. долларов. Таким образом, ликвидные иностранные активы полностью покрывают иностранные обязательства, которые реально выводятся из страны.

6. Вынужденное сокращение иностранных обязательств и иностранных активов создает серьезные трудности для российской экономики на краткосрочном и среднесрочном отрезке времени, однако, в долгосрочной перспективе является, скорее, позитивным процессом, способствующим оздоровлению экономики. По мере сокращения иностранных обязательств ослабляется зависимость от мировых финансовых рынков, уменьшается чистый вывоз доходов иностранных инвесторов, составляющий в течение длительного времени 3 – 4 % ВВП. Нарращивание иностранных активов в течение 25 лет ограничивало не только внутренние инвестиции, но и рост потребления. Как сокращение иностранных активов, так и сокращение обязательств расширяет возможности накопления капитала за счет внутренних источников финансирования. Поэтому даже в случае скорой отмены санкций, не следует вновь безоглядно наращивать внешнюю задолженность и допускать массивный вывоз капитала.

7. Сценарии развития экономики нельзя ставить в полную зависимость от динамики экспортных цен на нефть, как это обычно делается в

докладах ЦБ. В случае дальнейшего снижения цен на нефть нужно предусмотреть меры, способные нейтрализовать последствия этого снижения для платежного баланса, валютного курса, бюджета, инвестиций и т.д.; в частности, нужно ускорить репатриацию иностранных активов российских корпораций, что позволит избежать дальнейшего падения курса рубля, усиления инфляции, сжатия импорта и т.д.

8. В благоприятном случае повышения цен на нефть нельзя допустить возобновление массированного вывоза капитала, как это, к сожалению, прогнозируется в докладе ЦБ. (Основные направления..., 2015, с.39). Для предотвращения нового витка вывоза капитала нужно предусмотреть расширение государственных заимствований, вытесняющих спрос на иностранные активы (например, предложение облигаций, индексированных по инфляции), и, возможно, прибегнуть к мерам валютного контроля.
9. Выигрыш бюджета от снижения валютного курса рубля нельзя рассматривать как здоровый источник финансирования расходов. Недопустимо манипулирование с валютным курсом для поддержания доходов бюджета.
10. В качестве важнейшего источника финансирования дефицита бюджета можно использовать эмиссионный ресурс Центрального банка, как это делается во всех развитых странах. Разумеется, размеры эмиссии ЦБ должны определяться потребностями экономики, а не запросами бюджета. Речь идет лишь о том, чтобы прирост денежной базы, осуществляемый в здоровых пределах, использовался для финансирования дефицита бюджета. Центральный банк должен осуществлять относительно равномерный по кварталам прирост денежной базы в размере 2 – 3 процентов ВВП. Ориентировочные

размеры прироста денежной базы должны анонсироваться в документах ЦБ.

## Литература

1. Баранов А.О., Сомова И.А.. Анализ основных факторов инфляционной динамики в России в постсоветский период. Проблемы прогнозирования, № 2, 2015, с.26
2. Ершов М.В. О некоторых проблемах валютного курса. Деньги и кредит 2015, № 6
3. Климовец А.В.. Анализ влияния ослабления рубля на отдельные виды деятельности в российской экономике. Деньги и кредит, 2015, № 8
4. Куликов М.В.. Оценка текущей макроэкономической ситуации и ее ближайшая перспектива. Деньги и кредит, 2015, № 11, с.4
5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017-2018 годов. Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)
6. Симонов В.В.. Экономика и банковская система России: некоторые актуальные проблемы антикризисной политики. Деньги и кредит, 2015, № 7, с. 16
7. Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост. М., Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2010
8. Тобин Дж. Комбинация денежной и финансовой политики в Соединенных Штатах. Альманах «Истоки», издание ВШЭ, 2015
9. Тобин Дж. Денежная политика в условиях неопределенности. Альманах «Истоки», издание ВШЭ, 2015.
10. Широков А.А., Янговский А.А., Потапенко В.В.. Оценка потенциального влияния санкций на экономическое развитие России и ЕС. //Проблемы прогнозирования, 2015, № 4, с. 4

## Источники:

1. Официальный сайт Федерального казначейства. - URL:<http://www.roskazna.ru>

2. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики.  
- [URL:http://www.gks.ru](http://www.gks.ru)
3. Официальный сайт Центрального банка РФ. – [URL:http://www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)
4. Официальный сайт Минфина РФ. – URL:http/www.minfin.ru

## Приложение

В таблицах 30-32<sup>22</sup> представлены данные о формировании и использовании ресурсов кредитных организаций за I, II и III кварталы 2015 г.

*Таблица 30.* Ресурсы банков и их использование в I квартале 2015 г., млрд. руб.

Ресурсы		Использование	
Уменьшение резервов ликвидности	1136,8	Погашение кредита ЦБ	1663,2
Прирост счетов домохозяйств + уменьшение кредита домохозяйствам	914,4	Сокращение иностранных пассивов + прирост иностранных активов	738,0
Прирост счетов правительства	339,7	Кредит правительству	96,7
Прирост счетов нефинансовых корпораций*	478,9	Кредит нефинансовым корпорациям	53,4
Прирост счетов финансовых корпораций	144,6	Кредит финансовым корпорациям	284,8
		Убытки банков	117,6
Итого	3014,4	Итого	2953,7
		Расхождение	60,7

\*Включая другие обязательства перед нефинансовыми корпорациями

*Таблица 31.* Ресурсы кредитных организаций и их использование во II квартале 2015 года, млрд. руб.

Ресурсы		Использование	
Уменьшение резервов ликвидности	229,1	Погашение кредита ЦБ	571,7
Прирост счетов домохозяйств + уменьшение кредита домохозяйствам	1030,0	Сокращение иностранных пассивов + прирост иностранных активов	837,2
Прирост счетов правительства	78,2	Кредит правительству	31,9
Прирост счетов финансовых корпораций + уменьшение кредита финансовым корпорациям	231,9	Кредит нефинансовым корпорациям + уменьшение счетов нефинансовых корпораций*	902,7
Средства банков	817,8		
Итого	2387,0	Итого	2343,4
		Расхождение	43,6

\*Включая другие обязательства перед нефинансовыми корпорациями

*Таблица 32.* Ресурсы банков и их использование в III квартале 2015 г., млрд. руб.

Ресурсы		Использование	
Прирост счетов правительства	762,5	Кредит правительству	709,9
Прирост счетов нефинансовых орг.	2216,6	Кредит нефинансовым орг.	2382,4
Прирост счетов домохозяйств	1330,3	Кредит домохозяйствам	26,3
Сокращение резервов ликвидности	44,9	Сокращение кредитов ЦБ	1108,7
Прирост счетов финансовых орг. + уменьшение кредита финансовым орг.	352,6	Сокращение иностранных пассивов + прирост иностранных активов*	965,8

<sup>22</sup> Источник: Расчеты авторов, данные ЦБ РФ

Средства банков	352,2		
Итого	5059,1	Итого	5193,1
		Расхождение	-134,0

\*С учетом данных платежного баланса

Заметим, что таблица, отображающая баланс кредитных организаций за III квартал 2015 г., в значительной мере, нами перестроена. Согласно «Обзору кредитных организаций», иностранные активы банков в III квартале 2015 г. увеличились на 2006,2, иностранные обязательства - на 1040,4 млрд. руб. Однако по данным платежного баланса иностранные активы банков за тот же период не увеличились, а *сократились* на 11,0 млрд. долларов. Иностранные обязательства банков в III квартале *сократились* на 12,1 млрд. долларов. Столь существенное расхождение между двумя документами, публикуемыми Центральным банком, нельзя объяснить только переоценкой по курсу на конец периода всего массива иностранных активов и пассивов в «Обзоре кредитных организаций», составляемом в рублях, так как расхождение касается не только суммы и знака активов и пассивов, но и их соотношения между собой.

Как указывается в примечаниях к платежному балансу, *в целях гармонизации представления данных в платежном балансе и международной инвестиционной позиции операции с наличной иностранной валютой в платежном балансе не включают сделки между резидентами, отражаемыми в международной инвестиционной позиции в графе «прочие изменения».*

Таблица «Международная инвестиционная позиция РФ» опубликована только за I квартал 2015 г., и воспользоваться ее данными мы не можем. При анализе функционирования банковской системы мы исходим из той разницы между иностранными активами и пассивами, которое представлено в таблице «Обзор кредитных организаций», но в то же время, стремимся устранить влияние переоценки всего массива иностранных активов и пассивов по курсу на конец периода.

Для этого мы принимаем, что иностранные обязательства банков (в соответствии с платежным балансом) сократились на 12,1 млрд. долларов, что, при курсе 66,24 руб. за 1 доллар, эквивалентно сокращению на 801,5 млрд. руб.

Разницу между иностранными активами и пассивами (чистые иностранные активы) составляет, согласно данным Обзора кредитных организаций, 965,8 млрд. рублей. Принимая, что *уменьшение* иностранных обязательств составляет 801,5 млрд. руб., мы получаем, что *прирост* иностранных активов банков составил за III квартал 2015 года 164,3 млрд. руб. После соответствующих расчетов, баланс кредитных организаций принимает вид, представленный в таблице. Здесь данные Обзора кредитных организаций приведены в соответствие с данными платежного баланса, с

учетом приобретения банками иностранной валюты у резидентов, которое в платежном балансе не отражается.