

## **Факторы экономической динамики и денежно-финансовая политика в России (I полугодие 2014 года)**

### Аннотация:

В докладе рассматривается текущая ситуация, сложившаяся в российской экономике к середине 2014 года. Авторы делают вывод о том, что существенное замедление темпов экономического роста и высокие риски возможной рецессии обусловлены не только внешнеполитическим кризисом, но и сдерживающей монетарной и фискальной политикой, проводимой с 2011 года. Анализ основных макроэкономических показателей и сопоставление балансов различных секторов дают возможность критически проанализировать официальные прогнозные документы основных экономических ведомств: Минэкономразвития, Минфина и Центрального банка РФ.

### Ключевые слова:

Банки, валютные резервы, инвестиции, монетарная политика, нефтегазовые доходы, отток капитала, рецессия, фискальная политика, экономический рост.

### Summary

The paper examines the current situation in the Russian economy by the middle of 2014. The authors concluded that a significant slowdown in economic growth and high risks of a possible recession caused not only by external political crisis, but also by contractionary monetary and fiscal policies since 2011. Analysis of the main macroeconomic indicators and the comparison of the balances of institutional sectors provide an opportunity to critically analyze official documents of the major economic institutions: the Ministry of economic development, Ministry of Finance and the Central Bank of the Russian Federation.

### Key worlds:

Banks, capital flight, economic growth, fiscal policy, foreign reserves, investments, monetary policy, oil and gas tax revenues, recession.

## Оглавление:

I. Макроэкономическая ситуация в российской экономике в I полугодии 2014 года	4
1. Обобщающие макроэкономические индикаторы: производство и использование валового внутреннего продукта	6
2. Внешнеэкономическая ситуация	8
3. Динамика сальдированной прибыли в российской экономике	11
4. Федеральный бюджет и денежная политика ЦБ	18
5. Кредитная активность банков	22
II. Программные документы Минэкономразвития, Минфина и Банка России	26
1. Прогнозные сценарии Минэкономразвития	26
2. Предпосылки ускорения роста	30
2.1. Пересмотр денежно-кредитной политики	30
2.2. Допустимый дефицит федерального бюджета	38
2.3. Другие условия роста	47
Заключение	50
Список литературы	54

В августе – сентябре каждого года российские экономические ведомства – Минэкономразвития, Минфин, Центральный банк РФ – публикуют свои прогнозные и программные документы<sup>1</sup>. Меры экономической политики, намечаемые в этих документах, опираются (или, во всяком случае, должны опираться) на анализ текущей экономической ситуации. Нам, однако, анализ текущей ситуации, содержащийся в официальных докладах, представляется чрезмерно беглым, неполным и не всегда верным.

Так, в докладе МЭР падение темпов роста, начиная с 2013 года, объясняется эффектом исчерпания восстановительного развития после кризиса и внешнеэкономическими факторами (состоянием мировых рынков энергоносителей). Признается также определенная роль внутриэкономических факторов: спад инвестиций и отток капитала. Но чем обусловлен спад инвестиций и отток капитала, какова роль проводимой денежно-кредитной и финансовой политики в этих процессах, - такие вопросы в докладе МЭР не поднимаются. Между тем, именно эти вопросы представляются нам наиболее важными.

Политика денежной и финансовой рестрикции, проводившаяся, начиная с 2011 года, не могла не привести к спаду деловой активности, независимо от внешнеэкономической и внешнеполитической ситуации. Разумеется, экономические санкции, наложенные на Россию, и связанный с ними рост неуверенности предпринимателей и инвесторов способствовали оттоку капитала и падению инвестиций, но начались эти негативные процессы задолго до сегодняшнего внешнеполитического кризиса. Спад

---

<sup>1</sup> Сценарные условия, основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации и предельные уровни цен (тарифов) на услуги компаний инфраструктурного сектора на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов / Министерство экономического развития. - URL:<http://www.economy.gov.ru>; Основные направления бюджетной политики на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов / Министерство финансов РФ. - URL:<http://www.minfin.ru>; Доклад о денежно-кредитной политике № 2 (6) 2014 года / Банка России. – URL: <http://www.cbr.ru>

инвестиций в 2013 – 2014 году иногда объясняют завершением крупных инфраструктурных и иных проектов<sup>2</sup>. Вряд ли это удовлетворительное объяснение. Возможности эффективного инвестирования в российскую экономику далеко не исчерпаны и вряд ли могут быть исчерпаны в обозримой перспективе. Почему по завершении одних проектов не были начаты другие, столь же значимые проекты? Этот вполне закономерный вопрос в докладе МЭР не ставится.

Содержательному разбору докладов Минфина, МЭР и ЦБ мы хотели бы предпослать более подробное обсуждение специфики процессов, которые протекали в российской экономике в истекшие кварталы и месяцы 2014 года, и качественного отличия ситуации в 2014 году от ситуации в предшествующие годы.

## **I. Макроэкономическая ситуация в российской экономике в I полугодии 2014 года**

Существенное замедление роста российской экономики, начавшееся в 2013 году, продолжилось и обострилось в первом полугодии 2014. По нашему мнению, уже можно говорить о признаках рецессии, хотя Росстат этого не утверждает. Расчет цепных индексов физического объема ВВП по данным Росстата показывает, что в I квартале 2014 года ВВП вырос всего лишь на 0,9% по сравнению с предыдущим периодом, а в 2013 году наибольшие темпы роста наблюдались в IV квартале 2013 года. Однако расчет темпов прироста на основе сезонно скорректированных квартальных данных по ВВП в ценах 2008 года свидетельствует о том, что ВВП в течение четырех кварталов 2013 года не рос более, чем на 0,5%, а в I квартале 2014 года даже снизился на 0,3% по отношению к предшествующему периоду. Наша сезонная корректировка по методике X-12-ARIMA<sup>3</sup>, произведенная на основе официальных данных Росстата по квартальному ВВП в ценах 2008

---

<sup>2</sup> Министерство экономического развития. Указ. соч. С. 16.

года, показывает, что падение квартальных значений ВВП наблюдалось как в I квартале 2014 года, так и ранее – в IV квартале 2012 и I квартале 2013 годов (см. табл. 1)<sup>4</sup>.

Таблица 1. Динамика квартального ВВП в 2012 – I квартале 2014 годов, в % к предыдущему периоду

Период	Темпы прироста ВВП на основе физического объема ВВП (ФСГС)	Темпы прироста ВВП в ценах 2008 г. с исключением сезонного фактора (ФСГС)	Темпы прироста ВВП в ценах 2008 г. с исключением сезонного фактора (расчет авторов)
I квартал 2012	4,90	0,82	0,59
II квартал 2012	4,30	0,56	0,69
III квартал 2012	3,00	0,28	0,46
IV квартал 2012	2,00	-0,19	-0,03
I квартал 2013	0,80	0,50	-0,04
II квартал 2013	1,00	0,43	0,66
III квартал 2013	1,30	0,34	0,67
IV квартал 2013	2,00	0,32	0,67
I квартал 2014	0,90	-0,35	-1,04

Важно подчеркнуть, что общая экономическая ситуация к середине 2014 года существенно изменилась: к негативным процессам, обусловившим спад в 2013 году, добавились новые факторы.

В 2013 году снижение темпов роста ВВП было обусловлено следующими причинами. Во-первых, сказался кумулятивный эффект политики жесткой денежной и финансовой политики, проводившейся с 2011 года. Эта политика обуславливала неполное использование ресурсов, хронический кризис ликвидности, высокие процентные ставки.

Во-вторых, опережающий рост цен на энергоносители относительно цен готовой продукции обусловил снижение рентабельности в обрабатывающих отраслях и в экономике в целом.

<sup>3</sup> Расчет производился в программе EViews 6 по методике X-12-ARIMA (аддитивная схема)

<sup>4</sup> Источник: Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики (ФСГС) – URL:<http://www.gks.ru>

В-третьих, опережающий рост денежной и реальной заработной платы явился еще одним фактором падения рентабельности в тех отраслях, в которых рост цен не покрывал растущие издержки производства, а именно, в обрабатывающей промышленности и сельском хозяйстве. В результате объем инвестиций снизился относительно уровня 2012 года на 1,5%, однако, продолжавшийся рост расходов на конечное потребление домохозяйств обеспечил небольшое увеличение ВВП. В I полугодии 2014 года падение инвестиций продолжалось, они сократились относительно уровня I полугодия 2013 года на 2,8%.

Факторы, обусловившие спад ВВП в I квартале 2013 года, продолжали действовать и в 2014: Продолжался опережающий рост издержек на заработную плату и энергию, продолжалась жесткая денежно-финансовая политика. Но к ним добавился новый фактор: скачок чистого вывоза капитала. В результате рост ВВП практически прекратился, изменилась структура использования ВВП: выросла доля чистого экспорта, снизилась доля валового накопления, продолжался рост доли конечного потребления.

Рассмотрим последовательно основные индикаторы макроэкономической ситуации в 2014 году, характеризующие ее отличие от ситуации в сопоставимом периоде предшествующего года.

### ***1. Обобщающие макроэкономические индикаторы: Производство и использование валового внутреннего продукта***

На фоне практически прекратившегося роста экономики, качественно изменилась структура использования валового внутреннего продукта. Соответствующие данные представлены в таблице 2.<sup>5</sup> Наиболее важное изменение в структуре использования ВВП – это существенное снижение

---

<sup>5</sup> На сегодняшний день мы располагаем данными об использованном ВВП только за 1 квартал 2014 года.

доли валового накопления, вследствие роста, как доли конечного потребления, так и доли чистого экспорта.

Таблица 2. Структура использования ВВП в постоянных ценах 2008 года, в процентах,

	1 квартал 2011	1 квартал 2012	1 квартал 2013	1 квартал 2014
ВВП	100	100	100	100
Расходы на конечное потребление	72,6	74,7	77,1	78,5
Валовое накопление	14,5	14,2	13,3	11,3
Чистый экспорт и статистическое расхождение	12,9	11,1	9,6	10,2

Как видно из таблицы 2, повышение доли конечного потребления (причем за счет потребления домашних хозяйств) в последние годы было устойчивой тенденцией, однако снижение доли накопления сдерживалось тем, что снижалась доля чистого экспорта. В 2014 году доля чистого экспорта увеличилась одновременно с увеличением доли конечного потребления, что привело к резкому сокращению доли валового накопления. Сокращение физического объема накопления основного капитала, начавшееся в 2013 году, ускорилось в I квартале 2014 (См. таблицу 3).

Таблица 3. Индексы физического объема компонентов использованного ВВП, в процентах к первому кварталу предыдущего года

	1 квартал 2011	1 квартал 2012	1 квартал 2013	1 квартал 2014
ВВП	103,3	104,9	100,8	100,9
Расходы на конечное потребление	103,6	107,9	104,2	102,6
В т.ч. потребление домохозяйств	104,5	109,0	105,7	103,7
Валовое накопление основного капитала	106,4	109,9	99,5	93,0

Основной генератор рецессии в российской экономике – это падение инвестиций, замедление накопления основного капитала, и связано это падение с возросшим спросом частного сектора на иностранные активы. Конечно, для объяснения перераспределения спроса частного сектора между накоплением реального капитала и спросом на иностранные активы, нужно рассмотреть ряд процессов, протекающих во внутренней экономике, наряду с внешнеэкономическими факторами.

## ***2. Внешнеэкономическая ситуация***

В отличие от кризисов 1998 и 2008 годов, падение темпов роста в 2013 – 2014 годах развивается на фоне высоких и относительно устойчивых цен на нефть. Данные об экспортных ценах на нефть приведены в таблице 4<sup>6</sup>.

Таблица 4. Средняя фактическая цена сырой нефти сорта «Юралс», долларов за 1 тонну

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*
330	412	470	663	407	546	744	754	734	739

\*Данные за январь-июнь

Однако ни высокие и относительно устойчивые цены на нефть, ни мощный приток иностранного капитала (до начала внешнеполитического кризиса), не предотвратили спада экономической активности, который, очевидно, порожден внутренними причинами.

Низкая экономическая активность сказалась в сокращении импорта. В то же время номинальный объем экспорта несколько увеличился за счет повышения мировых цен на нефть и увеличения физического объема экспорта нефтепродуктов. Экспорт товаров и услуг составил в I полугодии 2014 года 101,3% от уровня соответствующего периода 2013 года, импорт – 94,9%. В результате чистый экспорт товаров и услуг увеличился в 1,2 раза, с 67,3 до 80,7 млрд. долларов.

В I квартале 2014 года снижение импорта происходило, главным образом, за счет импорта инвестиционных товаров, во II квартале – за счет импорта потребительских товаров.

Одновременно с ростом чистого экспорта в еще большей степени вырос *чистый* вывоз капитала. При этом *валовой* вывоз капитала не увеличился, а сократился, но в еще большей степени сократился прирост внешних обязательств (ввоз капитала). Синхронное сокращение ввоза и вывоз капитала лишний раз свидетельствует, что внешние обязательства в значительной мере использовались российскими корпорациями для приобретения иностранных активов.

Основные изменения в платежном балансе в I полугодии 2014 по сравнению с тем же периодом 2013 года представлены в таблицах 5 и 6<sup>7</sup>. Как видно из этих таблиц, сокращение валютных резервов составило огромную величину, равную почти 4% ВВП и почти половине чистого вывоза капитала.

Таблица 5. Аналитическое представление платежного баланса РФ за I полугодие 2013 и 2014 годов, млрд. долларов

	2013	2014
<i>Ресурсы</i>		
Чистый экспорт	67,3	80,7
Сокращение валютных резервов	-	37,7
<b>Итого ресурсов</b>	<b>67,3</b>	<b>118,4</b>
<i>Использование</i>		
Чистый вывоз доходов	40,5	36,5
Чистый вывоз капитала*	26,3	81,9
Прирост валютных резервов	0,5	-
<b>Итого использование</b>	<b>67,3</b>	<b>118,4</b>

\*Включая капитальные трансферты и чистые ошибки и пропуски

<sup>6</sup> Источник: данные МЭР – URL:<http://www.economy.gov.ru>

<sup>7</sup> Источник: данные ЦБ РФ – URL:<http://www.cbr.ru>

Таблица 6. Аналитическое представление платежного баланса РФ за I полугодие 2013 и 2014 годов, в процентах ВВП

	2013	2014
<i>Ресурсы</i>		
Чистый экспорт	6,8	8,4
Сокращение валютных резервов	-	3,9
<b>Итого ресурсы</b>	<b>6,8</b>	<b>12,4</b>
<i>Использование</i>		
Чистый вывоз доходов	4,1	3,8
Чистый вывоз капитала*	2,7	8,6
Прирост валютных резервов	0,0	-
<b>Итого использование</b>	<b>6,8</b>	<b>12,4</b>

\*Включая капитальные трансферты и чистые ошибки и пропуски

Чистый вывоз капитала и чистый вывоз доходов в сумме превысили чистый экспорт, и это создало избыточный спрос на иностранную валюту. ЦБ вынужден был продать часть валютных резервов, чтобы не допустить стремительного падения курса рубля. Тем не менее, полностью сдержать падение курса ЦБ не мог. Всплеск чистого вывоза капитала обусловил падение валютного курса рубля и усиление инфляции. *Центральный банк реагировал на падение валютного курса и усиление инфляции и инфляционных ожиданий повышением процентных ставок. Эта реакция, сама по себе неадекватная вызвавшей ее угрозе, не могла не способствовать дальнейшему спаду инвестиций частного сектора.*

Как видно из таблицы 7, валютный курс рубля в 2013 году, в целом, снижался, но это снижение было относительно медленным. В 2014 году снижение курса рубля существенно ускорилось. На 30 августа 2014 года курс рубля составил 36,93. На 1 сентября текущего года курс доллара в рублях достиг исторического максимума и составил 37,35 руб. за 1 доллар.

Таблица 7. Номинальный курс рубля к доллару США, средний за период

	2013	2014
Январь	30,26	33,46
Февраль	30,16	35,22
Март	30,80	36,21
<b>I квартал</b>	<b>30,40</b>	<b>34,95</b>
Апрель	31,33	35,66
Май	31,24	34,93
Июнь	32,28	34,41
<b>II квартал</b>	<b>31,61</b>	<b>34,99</b>
Июль	32,74	34,64
Август	33,02	36,11
Сентябрь	32,63	-
<b>III квартал</b>	<b>32,79</b>	-
Октябрь	32,06	-
Ноябрь	32,04	-
Декабрь	32,89	-
<b>IV квартал</b>	<b>32,53</b>	-

Подробнее о последствиях изменения валютного курса для внутренней экономики речь пойдет в следующем разделе.

### *3. Динамика сальдированной прибыли в российской экономике*

Рост курса доллара вызывает увеличение номинального дохода экспортеров, выраженного в рублях, и держателей валюты. В результате роста доходов экспортеров, растут поступления в федеральный бюджет.<sup>8</sup> В I полугодии 2014 года бюджет был сведен с крупным избытком. Бюджет в I полугодии традиционно сводится с избытком, но в I полугодии 2014 года официальный профицит федерального бюджета был в 2,5 раза (1,8 раза в

<sup>8</sup> Выигрыш бюджета на валютном курсе (положительная «курсовая разница») формируется также в результате переоценки стабилизационных фондов, хранимых в иностранной валюте. Этот «выигрыш» нужно признать скорее номинальным, чем реальным.

реальном выражении)<sup>9</sup> выше, чем в I полугодии 2013 года. Профицит федерального бюджета прогнозируется и по итогам 2014 года.

Что собой представляет этот «выигрыш» на валютном курсе с точки зрения экономической теории и интересов экономики в целом? Является ли он чисто мнимой величиной или реальным, и при этом, даровым доходом, как держателей валюты, так и федерального бюджета?

Ни тот, ни другой ответ был бы неверен. «Выигрыш на курсе» – не мнимая величина и не даровой доход, а форма перераспределения добавленной стоимости в пользу экспортеров и других владельцев иностранной валюты за счет остальной экономики, прежде всего за счет импортеров и покупателей импортных товаров, то есть за счет домохозяйств и отраслей, использующих импортные технологии, оборудование, сырье, комплектующие. Чем более резким является повышение курса иностранной валюты, тем более значимым становится перераспределение добавленной стоимости между отраслями экономики и институциональными секторами, потому что экономика, в частности, система цен, не успевает перестроиться, приспособиться к новым условиям.

В 2014 году, когда (в отличие от 2013 года) наблюдалось резкое повышение курса иностранной валюты к рублю, *прибыль, полученная в добыче топливно-энергетических ресурсов, возросла не только и не столько за счет повышения экспортных цен на нефть, сколько в результате падения валютного курса рубля*<sup>10</sup>. Это означает, что часть прибыли, полученной в отраслях, ориентированных на экспорт, является результатом перераспределения добавленной стоимости в ущерб отраслям и секторам, потребляющим импортные товары. Отсюда следует, что дополнительные поступления в бюджет, обусловленные ростом рентабельности добывающих

---

<sup>9</sup> Рассчитано на основе данных ЦБ РФ по инфляции за I полугодие 2014 г. URL:<http://www.cbr.ru>

<sup>10</sup> По нашим оценкам, при росте реального курса рубля на 1% нефтегазовые доходы федерального бюджета сокращаются на 0,775%, в то время как рост среднеквартальной реальной цены нефти сорта «Юралс» на 1%

отраслей, в решающей степени формировались за счет отраслей обрабатывающих.

Успешное наполнение доходов бюджета, с одной стороны, снижение рентабельности обрабатывающих производств, спад инвестиций и деловой активности в целом, – с другой, взаимосвязаны друг с другом. Данные о размерах и динамике сальдированной прибыли по видам деятельности приведены в таблице 8.

Как видно из этой таблицы, общая сумма сальдированной прибыли по экономике в целом почти не изменилась по сравнению с 2013 годом, но при этом сальдированная прибыль в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых увеличилась более чем в 1,4 раза, тогда как в обрабатывающих производствах она существенно снизилась. Исключение представляет динамика прибыли в нефтепереработке, металлургии и производстве электроприборов, электроники и оптики.

Таблица 8. Сальдированная прибыль по видам деятельности в январе-мае 2014 года<sup>11</sup>

	Млрд. руб.	В % к январю – маю 2013
Всего	2688,2	100,3
Добыча полезных ископаемых	868,5	136,1
В т.ч. добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	777,9	142,7
Обрабатывающие производства	547,8	92,5
Производство пищевых продуктов	67,2	88,9
Текстильное и швейное производство	2,0	84,7
Производство кокса и нефтепродуктов	219,1	105,0
Химическое производство	81,3	83,2
Металлургическое производство	113,8	114,1

приводит к увеличению нефтегазовых доходов на 0,749% [Букина И.С. Парадоксы финансовой политики в РФ// Федерализм, №2, 2014. С.27-28].

<sup>11</sup> Источник: ФСТС– URL:<http://www.gks.ru>

Производство машин и оборудования	6,9	58,8
Производство электрооборудования, электроники и оптики	14,7	107,3
Производство транспортных средств и оборудования	4,1	14,1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	202,1	112,0
Строительство	30,0	117,2
Оптовая и розничная торговля	655,0	85,8
Транспорт и связь	279,0	86,7

Конечно, динамика валютного курса – не единственный и не всегда основной фактор динамики рентабельности по видам деятельности. В 2013 году, когда произошло резкое снижение рентабельности по экономике в целом, решающим фактором динамики прибыли был рост заработной платы, опережающий повышение производительности труда. В добывающих отраслях повышение цен поспевало за ростом заработной платы, так что масса сальдированной прибыли не снижалась; напротив, в обрабатывающих отраслях рост цен отставал от повышения заработной платы, и происходило значительное сокращение сальдированной прибыли. Данные о динамике цен производителей в добывающих и обрабатывающих отраслях представлены в таблице 9<sup>12</sup>. Как видно из этой таблицы, рост цен в добыче полезных ископаемых устойчиво опережает рост цен в обрабатывающих производствах. Поэтому эффект опережающего роста цен на сырье и энергию должен носить нарастающий, кумулятивный характер.

Таблица 9. Цены производителей декабрь в % к декабрю предшествующего года

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	Июнь 2014 в % к декабрю 2010
Добыча полезных ископаемых	152,3	61,6	149,2	117,1	126,3	109,3	107,0	107,0	185,1
Обрабатывающие производства	117,9	101,9	105,9	116,9	108,3	103,2	101,6	104,3	138,5

<sup>12</sup> Источник: ФСГС– URL:<http://www.gks.ru>

\*Июнь 2014 в % к декабрю 2013

В I полугодии 2014 года заработная плата росла еще более высокими темпами, чем в 2013 году. Сохранялась и тенденция к опережающему росту цен на топливно-энергетические ресурсы (данные о динамике заработной платы по видам деятельности приведены в таблице 10)<sup>13</sup>. Тем не менее, общее уменьшение сальдированной прибыли по экономике в целом приостановилось. При этом в обрабатывающих отраслях, в торговле и транспорте рентабельность продолжала снижаться, примерно, теми же темпами, что и в 2013 году, однако в добывающих отраслях рентабельность существенно выросла.

Таблица 10. Рост среднемесячной заработной платы в 2013 году и в I полугодии 2014 года

	2013 в % к 2012	Июнь 2014 в % к январю
<b>Вся экономика</b>	<b>111,9</b>	<b>114,2</b>
Сельское и лесное хозяйство	111,3	113,8
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	106,8	111,2
Обрабатывающие производства	110,3	108,8
Производство пищевых продуктов	110,5	105,2
Текстильное и швейное производство	111,5	111,2
Производство кокса и нефтепродуктов	109,4	110,8
Химическое производство	112,5	101,3
Металлургия	107,4	105,7
Машины и оборудование	110,0	108,8
Электрооборудование, электроника, оптика	111,4	115,8
Транспортные средства	111,1	111,9
Электроэнергия, газ, вода	109,5	111,0
Строительство	106,7	117,7
Торговля	107,1	109,1

<sup>13</sup> Источник: ФСГС– URL:<http://www.gks.ru>

Транспорт и связь	109,3	104,9
Финансовая деятельность	107,3	92,4
Образование	123,5	149,3
Здравоохранение	118,4	119,7

О масштабах перераспределения добавленной стоимости между видами деятельности в I полугодии 2014 года по сравнению с аналогичным периодом предшествующего года дают представления данные, приведенные в таблице 11<sup>14</sup>.

Таблица 11. Сальдированная прибыль по видам деятельности в январе-мае 2013 и 2014 года, в процентах к итогу

	Янв. – май 2013	Янв. – май 2014
<b>Всего по экономике</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Добыча, транспортировка, переработка энергоносителей	32,18	41,79
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	6,52	7,52
Химия и металлургия	7,27	7,26
Потребительский комплекс*	2,87	2,57
Машиностроение и приборостроение**	1,95	0,96
Сельское и лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	1,15	2,21
Строительство	1,0	1,11
Оптовая и розничная торговля	28,65	24,36
Транспорт и связь (без трубопроводного транспорта)	7,84	6,68
Прочие отрасли	10,56	5,54

\*Производство пищевых продуктов, текстильное и швейное производство

\*\*Производство машин и оборудования; Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования; производство транспортных средств и оборудования

<sup>14</sup> Источник: ФСГС– URL:<http://www.gks.ru>

Как видно из этой таблицы, в I полугодии 2014 года произошло существенное перераспределение прибыли между отраслями и видами деятельности (при этом общая сумма сальдированной прибыли по экономике в целом оставалась, практически, неизменной: в I полугодии 2014 сальдированная прибыль по экономике в целом составила 100,3% от уровня I полугодия 2013 года). Доля добычи, транспортировки и переработки энергоносителей возросла: с 32 до 42 процентов. Нужно иметь в виду, что львиная доля прибыли оптовой и розничной торговли приходится на холдинги топливно-энергетических отраслей (в том числе, дочерние компании Газпрома), зарегистрированных как торговые, а не промышленные организации<sup>15</sup>. В целом, на добычу, транспортировку, переработку и сбыт топливно-энергетических полезных ископаемых приходится не менее половины общей прибыли экономики.

Доля машиностроения и приборостроения снизилась вдвое, округленно, с двух до одного процента от общей суммы сальдированной прибыли в экономике.<sup>16</sup> Важным «донором» явилась оптовая и розничная торговля, что свидетельствует о том, что рост цен отставал от снижения курса рубля.

Как уже говорилось, снижение курса рубля означает не просто увеличение номинального дохода экспортеров, выраженного в рублях, а перераспределение совокупного дохода между организациями - экспортерами, которые продают валюту, и субъектами экономики, которые валюту покупают для оплаты импортных товаров – инвестиционных,

---

<sup>15</sup> См., например, <http://www.finmarket.ru/database/organization/?fid=7247>

<sup>16</sup> Заметим, что перераспределение добавленной стоимости в пользу сырьевых отраслей произошло не только в сфере прибыли, но и в сфере заработной платы. Как видно из таблицы 8, темп роста заработной платы был относительно равномерным в разных видах деятельности. Например, среднемесячная заработная плата, как в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых, так и в текстильном и швейном производстве увеличилась на 11,2 процента. Но этот темп роста означал, что в первой из названных отраслей среднемесячная заработная плата увеличилась с 60,6 тыс. руб. до 65,9 тыс. руб., т.е. на 5,3 тыс. Во второй отрасли (текстильном и швейном производстве) заработная плата увеличилась с 13,1 до 14,5 тыс. рублей, т.е. на 1,3 тысячи. Разрыв в оплате труда в двух названных отраслях увеличился.

потребительских и промежуточных. В той мере, в какой рост потребительских цен поспевает за падением курса рубля, доход экспортеров растет за счет домохозяйств. В той мере, в какой падение курса опережает рост цен, донором экспортеров становится отрасль «оптовая и розничная торговля».

Валютный курс рубля резко снижался в периоды мировых кризисов 1998 и 2008 годов, поскольку каждый кризис сопровождался бегством иностранного и оттоком отечественного капитала. Но во время мировых кризисов одновременно с падением курса рубля снижались цены энергоносителей и металлов, и для обрабатывающих отраслей положительный эффект от снижения внутренних цен на топливо и сырье перекрывал негативный эффект, вызванный падением валютного курса. Начиналось оживление экономической активности, экономика выходила из спада. В истекшие месяцы 2014 года (в отличие от 1998 и 2008 годов) падение курса рубля сопровождалось не снижением, а опережающим ростом цен на энергоносители (см. таблицу 9), так что экономика испытала двойной негативный эффект – эффект падения валютного курса и эффект опережающего роста цен на энергоносители.

#### ***4. Федеральный бюджет и денежная политика Центрального банка***

Доходы бюджета в I полугодии 2014 года существенно возросли, но правительство не отказалось от жесткой бюджетной экономики, так что профицит бюджета кратно увеличился: официальный профицит федерального бюджета возрос в 2,5 раза, а фактический избыток федерального бюджета увеличился в 1,7 раза. Почти весь избыток федерального бюджета (точнее, 97,5% фактического избытка) был использован для пополнения счетов правительства в Центральном банке и в коммерческих банках. Соответствующие данные приведены в таблице 12<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Расчет на основе данных ФСГС – URL:<http://www.gks.ru>

Таблица 12. Избыток федерального бюджета в январе-мае 2013 и 2014 годов, млрд. руб.

<i>Формирование избытка федерального бюджета</i>	Янв. – май 2013	Янв. – май 2014
Официальный профицит	191,3	476,2
Прирост внутреннего долга	-	25,7
Доходы от приватизации	17,2	27,1
Продажа драгметаллов	0,1	0,3
Выигрыш на курсе	124,0	310,5
Операции по управлению счетами бюджета	395,2	390,1
Сокращение бюджетных кредитов	0,8	-
Неуказанные чистые доходы	1,2	1,1
<b>Итого избыток федерального бюджета</b>	<b>729,8</b>	<b>1231</b>
<i>Использование избытка федерального бюджета</i>		
Прирост остатков на счетах бюджетов	669,5	1200,6
Бюджетные кредиты	-	3,4
Прочие направления использования	4,2	3,3
Погашение внутреннего долга	17,2	-
Погашение внешнего долга и другие расходы за границей	38,9	23,7
<b>Итого использование избытка</b>	<b>729,8</b>	<b>1231</b>
<i>Справочно: Доля прироста на счетах бюджета в использовании избытка бюджета, в процентах</i>	91,7	97,5

Прирост остатков на счетах федерального правительства и региональных властей явился основным ресурсом для активных операций Центрального банка и коммерческих банков. В какой мере, и по каким направлениям использовался этот ресурс? Ответ на эти вопросы должен дать анализ баланса ЦБ и сводного баланса кредитных организаций. Важно подчеркнуть, что в той мере, в какой этот ресурс не использовался ЦБ для активных операций, происходит уменьшение количества денег высокой эффективности.

В приведенной ниже таблице 13<sup>18</sup> статьи баланса ЦБ сгруппированы не как активы и пассивы, а как ресурсы и их использование. К ресурсам отнесен не только прирост статей пассива, если они растут, но и сокращение статей актива, если они сокращаются. Так, сокращение иностранных активов (продажа валюты) отнесено к ресурсам, потому что в результате продажи иностранной валюты увеличиваются рублевые ресурсы ЦБ, которые могут быть использованы для других активных операций. Но они могут и не использоваться, и тогда продажа валюты ЦБ равнозначна уменьшению денежной базы.

Таблица 13. Ресурсы ЦБ и их использование в 1 полугодии 2014 года, млрд. руб.

<b>Ресурсы</b>	<b>2014</b>	<b>Использование</b>	<b>2014</b>
Сокращение чистых иностранных активов	611,5	Прирост кредитов банкам и другим секторам внутренней экономики	1164,2
Прирост счетов расширенного правительства	867,9	Сокращение денежной базы	831,5
Прирост капитала ЦБ и других ресурсов	522,9	Другие направления использования	6,5
<b>Итого</b>	<b>2002,2</b>	<b>Итого</b>	<b>2002,2</b>

Количество денег высокой эффективности может сокращаться также в результате прироста остатков на счетах бюджета. Напротив, в результате активных операций ЦБ, а именно – в результате предоставления кредитов банкам и другим субъектам внутренней экономики количество денег увеличивается. Прирост остатков на счетах бюджета и сокращение иностранных активов в сумме составили 1479,4 млрд. рублей, а прирост кредитов внутренней экономике – всего 1164,2 млрд. рублей. Это значит, что прирост кредитов компенсировал сокращение количества денег лишь на 78,7%. Кроме того, ЦБ не использовал другие ресурсы на сумму 522,9 рублей, так что в целом денежная база сократилась на 831,5 млрд. рублей. Сокращение денежной базы составило 41,5% от ресурсов ЦБ.

<sup>18</sup> Рассчитано на основе данных ЦБ РФ URL:<http://www.cbr.ru>

Для сравнения рассмотрим баланс ЦБ за первое полугодие 2013 года. В этот период бюджет также сводился с крупным избытком, который отражался как прирост остатков на счетах правительства. Однако чистые иностранные активы ЦБ в I полугодии 2013 года не сократились, а увеличились. В этих условиях ЦБ добивался сезонного сокращения денежной базы, сокращая кредиты, предоставленные внутренней экономике. Доля сокращения денежной базы составила 58,9% от ресурсов ЦБ (табл. 14).

Таблица 14. Ресурсы ЦБ и их использование в 1 полугодии 2013 года

Ресурсы	2013	Использование	2013
Прирост счетов расширенного правительства	711,6	Прирост чистых иностранных активов	536,5
Сокращение кредита банкам и другим секторам внутренней экономики	345,6	Сокращение денежной базы	789,7
Прирост капитала ЦБ и других ресурсов	273,6	Другие направления использования	4,6
Итого	1330,8	Итого	1339,8

Итак, в I полугодии 2014 года продолжилась политика жесткой денежной рестрикции, которую ЦБ проводит, начиная с 2011 года. Особенностью ограничительной политики в 2014 году стало целенаправленное повышение процентных ставок по операциям Банка России, за которым последовал рост всего спектра процентных ставок. Данные о динамике процентных ставок приведены в таблице 15.

Таблица 15. Изменение процентных ставок по кредитам, в процентных пунктах (повышение +, снижение -)

	До 30 дней	От 31 до 90 дней	От 91 до 180 дней	От 181 дня до 1 года	До 1 года	От 1 до 3 лет	Св. 3 лет	Св. 1 года
С янв. по июнь 2013	0,7	-0,3	0	-0,2	0,7	-0,9	-0,3	-0,9
С июня по дек. 2013	0,1	0,1	-0,4	0	-0,1	-0,5	-1,1	-0,7

С янв. по июнь 2014	2,1	1,5	1,3	0,9	1,5	0,75	1,2	1,0
------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	------	-----	-----

Как видно из таблицы 15, в предшествовавшем – 2013 - году политика денежной рестрикции непосредственно сказывалась на повышении ставок по краткосрочным кредитам. Напротив, ставки по среднесрочным и долгосрочным кредитам медленно снижались, хотя оставались на неприемлемо высоком уровне.

В I полугодии 2014 года росли ставки не только по краткосрочным, но и по среднесрочным и долгосрочным кредитам, что не могло не сказаться на объеме кредитования, на его распределении между получателями кредитов, на инвестиционной активности в экономике.

### ***5. Кредитная активность банков***

Важнейшая функция, которую выполняют банки в макроэкономической системе, – это перераспределение сбережений между институциональными секторами экономики. Индикаторами перераспределения сбережений между секторами при посредстве банковской системы являются чистое кредитование и чистое заимствование. Превышение обязательства банков перед данным сектором над требованиями банков к этому сектору означает чистое заимствование банковской системы, превышение требований над обязательствами равнозначно чистому кредитованию данного сектора банковской системой.

Теоретически, главным бенефициаром этого перераспределения должны быть нефинансовые корпорации, осуществляющие накопление реального производственного капитала. До недавнего времени в российской экономике так и было, за исключением отдельных кварталов. Главным кредитором банковской системы традиционно был сектор домохозяйств,

который при посредстве банковской системы предоставлял свои сбережения для реальных инвестиций.

Таблица 16. Чистое кредитование и чистое заимствование банковской системой в I полугодии 2014 года<sup>19</sup>

Институциональные сектора	Чистое заимствование банков у институциональных секторов		Чистое кредитование банками институциональных секторов	
	Млрд. руб.	В % к итогу	Млрд. руб.	В % к итогу
Остальной мир			1214,6	46,2
Расширенное правительство	1022,4	38,9		
ЦБ	1393,5	53,0		
Домохозяйства			816,5	31,1
Нефинансовые корпорации			17,7	0,7
Финансовые корпорации			578,7	22,0
Капитал банков*	211,6	8,1		
Итого	2627,5	100	2627,5	100

\*Включая другие собственные ресурсы банков

Однако данные, приведенные в таблице 16, обнаруживают совершенно другую картину. Основными чистыми кредиторами банковской системы является правительство и Центральный банк. Домохозяйства выступают не как чистый кредитор, а как чистый заемщик. Чистое кредитование нефинансовых корпораций близко к нулю (оно составляет всего 0,7% от ресурсов чистого кредитования).

Таблица 17 характеризует качественные сдвиги в кредитной активности банков, произошедшие в I полугодии 2014 года по сравнению с аналогичным периодом 2013.

Таблица 17. Структура чистого кредитования и чистого заимствования банковской системы в I полугодии 2013 и 2014 годов, в процентах к итогу

<sup>19</sup> Рассчитано на данных ЦБ РФ – URL:<http://www.cbr.ru>

Институциональные сектора	Чистое заимствование банков у институциональных секторов		Чистое кредитование банками институциональных секторов	
	2013	2014	2013	2014
	Остальной мир			49,6
Расширенное правительство и ЦБ	58,3	91,9		
Домохозяйства	9,3			31,1
Нефинансовые корпорации			50,4	0,7
Финансовые (небанковские) корпорации	8,4			22,0
Прирост капитала банков и другие собственные ресурсы банков	24,0	8,1		
Итого	100	100	100	100

Как видно из этой таблицы, ситуация в I полугодии 2014 года качественно отличается от ситуации в сопоставимом периоде предшествующего года. В I полугодии 2013 года 58,3% ресурсов чистого кредитования составляли счета правительства и кредиты Центрального банка, 41,7% этих ресурсов банковская система привлекала из частного сектора. В I квартале 2014 года средства правительства и Центрального банка составили почти 92% ресурсов чистого кредитования, средства, привлеченные от частного сектора – всего 8 процентов, причем эти 8 процентов составляют собственные ресурсы банков. Частный сектор (кроме самой банковской системы) перестал предоставлять ресурсы для чистого кредитования.

В I полугодии 2013 года домохозяйства выступают как чистый кредитор, хотя на их долю приходится только 9,3% чистого заимствования банковской системы. Напротив, в I полугодии 2014 года домохозяйства становятся основным чистым заемщиком во внутренней экономике. Чистое кредитование нефинансовых корпораций в I полугодии 2013 года поглощало

половину (50,4%) ресурсов чистого кредитования. В I полугодии 2014 года *перераспределение кредитных ресурсов в пользу нефинансовых корпораций составило всего 0,7% от ресурсов чистого кредитования, т.е. практически прекратилось.* Такая ситуация складывается впервые. Видимо, это результат не только низкого спроса на инвестиции со стороны организаций реального сектора, вызванный неуверенностью инвесторов, но и ограничительной политики денежных властей, в частности, повышения и без того высоких ставок по кредитам.

## II. Программные доклады Минэкономразвития, Минфина и Банка России

### *1 Прогнозные сценарии Минэкономразвития*

В докладе МЭР представлены три варианта прогноза на вторую половину 2014 и 2015-2017 годы: вариант 1, консервативный, вариант 2, умеренно оптимистический и вариант А, построенный, исходя из допущения о снижении мировых цен на нефть до 90 долларов за баррель. Все три варианта предполагают, что внешнеполитический кризис будет урегулирован во второй половине 2014 года, поскольку меры экономической политики – финансовой или монетарной – не могут уравновесить негативные последствия геополитических потрясений. С этой предпосылкой можно только согласиться, хотя, повторяем, нельзя все просчеты и изъяны экономической политики последних лет списать на внешнеполитический кризис.

Варианты 1 и 2 строятся при допущении об относительной стабильности мировых цен на нефть, которые будут незначительно колебаться вокруг отметки в 100 долларов за баррель. Эти варианты различаются допущениями не о внешних или внутренних шоках, а допущениями о различиях в экономической политике, которая будет проводиться в течение прогнозируемого периода.

Вариант 1 предполагает сохранение жесткой бюджетной и денежной политики, стагнацию инвестиционного спроса, дальнейшее замедление темпов роста в ближайшие годы. *«Снижение спроса на инвестиции будет усилено снижением доступности кредитных ресурсов»<sup>20</sup>*. При этом

---

<sup>20</sup> Министерство экономического развития. Указ соч. С. 19.

*«капитальные расходы бюджетной системы будут сокращаться в реальном выражении»<sup>21</sup>.*

Предприятия должны будут во все большей степени финансировать инвестиции за счет собственных, а не привлеченных средств, не смотря на то, что объемы прибыли в условиях стагнации, будут скорее снижаться, чем расти.

Однако даже те, предельно низкие темпы роста, которые намечаются в первом варианте, согласно докладу МЭР, окажутся под угрозой, если ЦБ ужесточит денежную политику ради достижения заявленных целей по инфляции, результатом чего будет рост процентных ставок и замедление роста кредитов. При этом в докладе МЭР констатируется, что главными генераторами инфляции в прогнозируемом периоде могут быть снижение курса рубля, повышение монопольных цен и тарифов естественных монополий, и рост мировых цен на продовольствие. Авторы доклада МЭР не ставят под сомнение возможность и правомерность лечения инфляции, порожденной немонетарными факторами, методами монетарной политики, как это предусматривается в докладе Центрального банка.

В докладе ЦБ, в частности, говорится: *«В связи с возросшими инфляционными рисками Банк России дважды за прошедший период повышал ключевую ставку: с 5,50 до 7,00% в марте 2014 г. и до 7,50% годовых в апреле 2014 года»<sup>22</sup>*. В случае дальнейшего усиления инфляции ЦБ намерен продолжить повышение ключевой ставки. Другими словами, ЦБ намерен ответить на инфляцию, вызванную, в основном, внешними факторами, генерируя депрессию, в надежде, что она будет сопровождаться дефляцией. Ответ не просто ассиметричный, а неадекватный. Дефляция ценой депрессии – не самое лучшее решение, даже в том случае, когда инфляция вызвана избыточным спросом, перегревом экономики. Если же

---

<sup>21</sup> Указ. соч. С. 21.

<sup>22</sup> Центральный банк РФ. Указ. соч. С.3

инфляция вызывается внешними факторами, нет никакой гарантии, что ее удастся остановить даже ценой экономического спада. В этих условиях нужно скорее ожидать стагфляции, а не дефляции.

Теоретически, повышение процентных ставок должно оказывать сдерживающее воздействие не только на инвестиционный и потребительский спрос, но и на спекулятивные операции на валютном рынке, но в условиях не циклического, а внешнеполитического кризиса такое влияние неизбежно будет незначительным. Кроме того, мировая практика знает другие, прямые методы ограничения кредитов, предоставляемых для операций на финансовых рынках.

В докладе Минэкономразвития говорится о «вкладе в рост ВВП чистого экспорта». Это странное недоразумение (с точки зрения экономической теории). Вклад в рост ВВП вносит не чистый экспорт, а внешний спрос или валовой экспорт. Чистый экспорт показывает, какая часть валютной выручки от экспорта товаров и услуг используется не для оплаты импорта, а для чистого вывоза доходов и капитала. Если *при заданном валютном курсе* сумма чистого вывоза доходов и капитала меньше чистого экспорта, тогда часть валютной выручки от экспорта товаров и услуг используется для увеличения официальных валютных резервов. В противоположном случае, когда сумма чистого вывоза доходов и капитала превышает чистый экспорт, валютные резервы будут сокращаться: Центральный банк, если он не хочет допустить девальвации национальной валюты, вынужден будет продавать иностранную валюту из официальных резервов.

При заданном чистом вывозе доходов, чем больше чистый экспорт, тем больше чистое кредитование остального мира российской экономикой, но отнюдь не больше валовой внутренней продукт. Массированный чистый экспорт (и соответствующий ему чистый вывоз капитала) ведет к

замедлению роста, поскольку уменьшает ресурсы для инвестиций и накопления капитала.

Нужно отметить, что даже в относительно благоприятном, «умеренно-оптимистическом» сценарии предполагается, что норма валового накопления основного капитала составит всего лишь 21,6 – 22,8 процента ВВП, а темпы роста будут значительно ниже уровня 2000-х годов. Рост промышленного производства в 2017 году к уровню 2013 года должен составить всего 110,9 процента. Умеренно-оптимистический вариант прогноза представляется не только вполне достижимым, но и слишком «умеренным».

Для претворения в жизнь «умеренно- оптимистического» варианта прогноза, согласно авторам доклада МЭР, необходимы следующие предпосылки. *Во-первых*, нужно пересмотреть денежную политику ЦБ и использовать эмиссионный ресурс для наращивания кредита банкам. *Во-вторых*, нужно отказаться от бюджетного правила, ограничивающего дефицит бюджета одним процентом ВВП. *В-третьих*, должен прекратиться отток капитала. Все эти предпосылки представляются нам вполне достижимыми, так что не вполне понятно, чем, собственно, обусловлена необходимость *выбора* между двумя вариантами сценарного прогноза. Очевидно, что выбрать надо второй вариант, а от первого варианта отказаться, другими словами, вовсе его не рассматривать.

Заметим, что Минфин в своем докладе «Основные направления бюджетной политики на 2015 год и плановый период 2016 и 2017 годов» принимает во внимание только консервативный сценарий, как наиболее реалистичный. В докладе Минфина, в частности, говорится: *«В целях минимизации угроз несбалансированности федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации подготовка Основных направлений бюджетной политики осуществлялась на основе «консервативного», то есть, наиболее реалистичного варианта макроэкономического прогноза. Этот подход не только позволяет повысить*

точность бюджетного планирования, в том числе на долгосрочную перспективу, но и предотвратить часть рисков, связанных с принятием дополнительных расходных обязательств»<sup>23</sup>. Минфин отказывается даже от ориентировочных расчетов бюджета, предусматривающего минимальное ускорение роста.

## **2 Предпосылки ускорения роста**

### **2.1 Пересмотр денежно-кредитной политики**

**Первая предпосылка** реализации «умеренно-оптимистического» сценария, предусмотренного в докладе МЭР – это отказ от жестко-ограничительной денежной политики. Центральный банк, по мысли авторов доклада, должен предоставить коммерческим банкам дополнительные долговременные ресурсы (на возвратной основе), используя для этого эмиссионный ресурс.

Напомним, что существуют три традиционных канала денежного предложения Центрального банка, другими словами, три вида активных операций ЦБ, результатом которых является увеличение количества денег в обращении:

(1) Покупка иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Использование этого канала денежного предложения предполагает наличие на внутреннем рынке избыточного (относительно спроса частного сектора) предложения иностранной валюты.

(2) Покупка государственных обязательств, т.е. кредитование правительства. Обычно центральные банки покупают государственные облигации на вторичном рынке ценных бумаг, но, теоретически, не исключается покупка центральными банками и облигаций новых выпусков.

(3) Предоставление кредита коммерческим банкам.

---

<sup>23</sup> Министерство финансов РФ. Указ соч. С. 16-17.

Первый из этих каналов (покупка валюты) активно использовался в годы, предшествовавшие кризису, в 2008 году его использование вынужденно прекратилось, поскольку спрос частного сектора на валюту превысил ее предложение. Но другие каналы денежного предложения не были задействованы; по-видимому, ЦБ был к этому просто не готов. В результате в 2008 году количество денег в обращении, практически, перестало расти, что явилось одним из факторов, обуславливавших глубину и продолжительность кризиса. Начиная со второго квартала 2009 года, и особенно в 2010 и 2012 годах предложение иностранной валюты на внутреннем рынке вновь превысило спрос частного сектора, так что денежное предложение ЦБ по валютному каналу возобновилось. Соответственно, увеличились валютные резервы. Данные о динамике валютных резервов приведены в таблице 18.

Таблица 18. Динамика валютных резервов по данным платежного баланса, млрд. долларов США (увеличение +, сокращение -)

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	Год
2009	-30,5	14,2	-9,1	28,8	3,4
2010	16,6	26,1	2,7	-8,0	36,8
2011	10,1	12,9	-1,8	-8,6	12,6
2012	4,6	15,0	1,5	8,9	30,0
2013	4,9	-4,4	-7,4	-15,2	-22,1
2014	-27,4	-10,3			

Устойчивый рост денежного предложения ЦБ в 2010 году во многом способствовал насыщению экономики ликвидностью, расширению банковского кредита и, в целом, восстановлению экономики после кризиса.

Как видно из таблицы 18, в течение последних пяти кварталов спрос частного сектора устойчиво превышает предложение иностранной валюты, так что валютный канал денежного предложения функционировать не может.

Второй из перечисленных каналов – покупка центральными банками облигаций правительства – в российской экономике не используется со времени дефолта 1998 года (в документах экономических ведомств он вообще редко упоминается). Казалось бы, в этих условиях основным каналом становится третий канал - кредитование банков. Превращение кредитования банков в основной канал денежного предложения неоднократно анонсировалось в докладах ЦБ и намечается в рассматриваемом докладе МЭР. Но так ли это на самом деле? Действительно ли реальным каналом денежного предложения стало кредитование банков Центральным банком? Чтобы ответить на этот вопрос, нужно сделать ряд предварительных замечаний.

Количество денег в обращении зависит не только от активных операций ЦБ, но и от финансовой политики правительства, от формирования бюджетного дефицита или профицита. Когда правительство сводит бюджет с избытком (профицитом) и наращивает остатки средств на счетах в ЦБ, количество денег в обращении уменьшается. Когда правительство расходует средства, накопленные на его счетах в ЦБ, количество денег в обращении увеличивается. Итак, наряду с тремя каналами денежного предложения, представляющими собой активные операции Центрального банка, функционирует четвертый канал, – это доходы и расходы правительства, в той мере, в какой они отражаются на счетах бюджетов в Центральном банке. Именно этот канал доминировал в российской экономике в последние годы.

Увеличение или уменьшение остатков на счетах бюджета в ЦБ зависит от решений правительства, а не Центрального банка, *однако использование этих средств зависит от политики ЦБ*. В определенной мере ЦБ размещает эти средства в кредиты, предоставляемые банкам и другим субъектам внутренней экономики, главным образом, небанковским финансовым организациям.

Действительно, в 2011- 2014 году кредитование банков Центральным банком существенно возросло. Однако, как показывает практика, в те периоды, когда бюджет сводился с избытком, и остатки на счетах бюджета в ЦБ увеличивались, кредиты, предоставляемые ЦБ коммерческим банкам (или частному сектору в целом), не уравнивали прирост остатков на счетах правительства. Следовательно, неизменным результатом бюджетного профицита было сокращение количества денег в обращении, а кредитование коммерческих банков не стало полноценным каналом увеличения денежного предложения ЦБ; оно лишь частично компенсирует сокращение количества денег в результате сезонного профицита бюджетов всех уровней.

Разумеется, при размещении временно свободных средств бюджетов активные операции ЦБ ограничены теми сроками, на которые правительство размещает свои средства на счетах. Кредитование банков Центральным банком за счет средств, оседающих на счетах бюджетов, не может быть долгосрочным, потому что в четвертом квартале каждого года, когда бюджеты сводятся с дефицитом, как федеральное правительство, так и правительства регионов, снимают средства со своих счетов.

Итак, бюджет сводится с избытком в течение первых трех кварталов; напротив, в четвертом квартале расходы бюджета неизменно превышают его доходы, поэтому в последние месяцы года остатки на счетах бюджетов в ЦБ сокращаются, количество денег в обращении увеличивается, и практически весь прирост количества денег приходится на конец года. При таких сезонных колебаниях бюджетных расходов и связанного с ними денежного

предложения Центрального банка, эмиссионный ресурс не может быть источником долгосрочного, устойчивого кредитования банков или других субъектов внутренней экономики.

Тем не менее, в рассматриваемом докладе МЭР эта задача связывается с предоставлением коммерческим банкам долгосрочных ресурсов для кредитования инвестиционных проектов в реальном секторе экономики. Казалось бы, предложение расширить финансовую базу долгосрочного кредитования корпораций реального сектора, безусловно, верно. Однако это, в принципе верное положение нужно принимать с некоторой, на наш взгляд – существенной, оговоркой.

В российской экономике наблюдается значительный разрыв между объемом кредитов, предоставленных нефинансовым корпорациям на длительные сроки (более трех лет), и объемом инвестиций, финансируемых за счет банковского кредита. Следовательно, значительная часть долгосрочных кредитов используется для иных целей, например, для покупки уже имеющихся активов, для финансовых операций и т.д.

Таблица 19. Кредиты, предоставленные на срок более 3-х лет, и инвестиции в основной капитал, финансируемые за счет банковских кредитов, млрд. руб<sup>24</sup>.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Прирост задолженности по кредитам, предоставленным банками нефинансовым корпорациям на срок более 3-х лет в рублях и иностранной валюте	1262,1	1109,6	927,8	1696,7	1200,7	2028,0
Кредиты, использованные для финансирования инвестиций в основной капитал*	593,8	426,3	445,8	576,3	692,6	798,7
Доля долгосрочных кредитов, использованных для финансирования инвестиций в основной капитал, в	47,0	38,4	48,0	34,0	57,7	39,4

<sup>24</sup> Источник: ЦБ РФ. – URL:<http://www.cbr.ru>

процентах

\*Без кредитов иностранных банков.

Как видно из таблицы 19, для финансирования инвестиций в основной капитал используется, в лучшем случае, немногим более половины предоставленных долгосрочных кредитов. При этом абсолютная величина финансирования инвестиций за счет банковских кредитов относительно устойчива, а колебания доли финансирования инвестиций в сумме предоставленных кредитов отражает колебания объема долгосрочных кредитов. Следовательно, размер финансирования инвестиций за счет банковских кредитов от объема этих кредитов, практически, не зависит. Увеличение объема предоставленных кредитов влияет скорее на сумму непроизводительно использованных ссуд, чем на финансирование инвестиций.

Таблица 20. Динамика кредитов, предоставленных на срок более 3-х лет, и инвестиций в основной капитал, финансируемых за счет банковских кредитов, в процентах к предыдущему году

Год	Кредиты, предоставленные банками нефинансовым организациям в рублях и иностранной валюте на срок более 3-х лет	Финансирование инвестиций в основной капитал за счет банковских кредитов
2009	87,9	71,8
2010	83,6	104,6
2011	182,9	129,3
2012	70,8	120,2
2013	168,9	115,3

Как видно из таблицы 20, динамика объема долгосрочных кредитов и динамика финансирования инвестиций в основной капитал за счет банковских кредитов практически не связаны между собой. В отдельные годы они даже разнонаправлены: один из этих показателей увеличивается, а другой уменьшается.

Высокая ставка процента по кредитам (в сочетании с непроцентными ограничениями) обуславливает не столько сокращение общего объема кредитования нефинансовых корпораций, сколько нежелательное распределение предоставленных кредитов между финансированием инвестиций в реальный капитал и другими целями, которые, по-видимому, могут обеспечить более высокую доходность. Следовательно, *существуют огромные неиспользованные возможности расширения финансирования реальных инвестиций за счет банковского кредита без расширения ресурсной базы банков.* Само по себе предоставление банкам дополнительных ресурсов, причем, без указания приоритетных получателей ссуд и без ограничения процентных ставок конечным заемщикам, вполне может сопровождаться увеличением кредитов для финансовых операций и вызвать минимальный положительный эффект для экономики. Расширение кредитования инвестиционных проектов в реальном секторе за счет относительного уменьшения объема кредитов, предоставляемых для других целей, может оказать большее позитивное воздействие на инвестиции в основной капитал, чем увеличение ресурсной базы коммерческих банков за счет кредитов ЦБ.

В настоящее время, в целях «создания дополнительных стимулов для финансирования инвестиционных проектов» ЦБ подготовил программу долгосрочного кредитования коммерческих банков под ставку процента ниже рыночной ставки. Объем такого кредитования должен составить не более 50 млрд. руб. Эта сумма составляет 6% от объема кредитов, предоставленных банками нефинансовым корпорациям на срок более 3-х лет, или 0,4% от объема инвестиций в основной капитал в 2013 году. Изменить общую ситуацию в инвестиционной сфере она не может. Но главный недостаток этой программы заключается в том, что «Банком России *не*

*установлено ограничений на ставки конечным заемщикам* или на темпы роста кредитного портфеля»<sup>25</sup>. (Выделено нами.)

Для переориентации предоставляемых кредитов в пользу финансирования инвестиций в реальный капитал необходимо снижение ставок по кредитам, и, возможно, законодательные и административные меры, обеспечивающие приоритетное кредитование реального сектора.

В банковских системах развитых стран приток средств на депозиты обеспечивает как ресурсы кредитования, так и основной запас ликвидности, а эмиссия по каналу кредитования банков в обычных, не кризисных условиях уже давно играет второстепенную роль. Кредиты центрального банка лишь корректируют запас ликвидности у банков.

Основным каналом денежной эмиссии центральных банков развитых стран уже много десятилетий является кредитование правительства, точнее покупка обязательств правительства на вторичном рынке ценных бумаг. Предъявляя спрос на государственные облигации, центральные банки оказывают решающее воздействие на их рыночную цену и на их доходность, следовательно – на весь спектр процентных ставок. Кроме того, эмиссия становится одним из основных источников финансирования бюджетного дефицита. Если правительство решает финансировать за счет дефицита бюджета те или иные проекты в реальном секторе, можно быть уверенным, что выделенные средства не уйдут на покупку иностранных активов или иные финансовые операции. Именно финансирование дефицита (а не кредитование банков) является наиболее эффективным направлением использования эмиссионного ресурса, оказывающим непосредственное воздействие на уровень инвестиций и экономическую динамику в целом.

В России, однако, канал кредитования правительства систематически не используется, такое использование сколько-нибудь широко не

---

<sup>25</sup> Центральный банк РФ. Указ. соч. С. 80.

обсуждается и очень редко вообще упоминается. Возможно, что одной из причин того, что канал кредитования правительства практически не задействован, является низкий уровень внутреннего государственного долга и неразвитость вторичного рынка государственных облигаций. Но отсюда, по нашему мнению, нужно сделать вывод, что кредитование правительства Центральным банком не должно ограничиваться операциями на вторичном рынке, и следует предоставить Центральному банку право покупать новые выпуски государственных облигаций.

## ***2.2 Допустимый дефицит федерального бюджета***

Рассмотрим теперь вторую из принимаемых в докладе МЭР предпосылок: изменение бюджетного правила. Оптимистический сценарий предполагает временное (сроком на 5-7 лет) увеличение допустимого дефицита с 1 до 2 % ВВП. При этом реальный дефицит предполагается увеличить всего лишь до 1,4% ВВП в 2015 году, и до 1,7% в 2017. Расширение дефицита, согласно докладу МЭР, позволит увеличить инвестиционные расходы расширенного правительства до 3,5% ВВП (вместо 2,5%, предусмотренных базовым, консервативным сценарием).

Разумеется, от суеверного страха перед любым дефицитом давно нужно отказаться, а сведение дефицита к возможному минимуму нельзя рассматривать как достижение финансовой политики. Тем более, нет ничего позитивного в профиците. Профицит, т.е. неполное использование имеющихся ресурсов является «встроенным тормозом» роста экономики, он допустим только в условиях бума, а не рецессии. В принципе, то же определение можно отнести к дефициту, заниженному относительно возможностей его безболезненного, неинфляционного финансирования.

Расширение дефицитного финансирования расходов бюджета является жизненной необходимостью, в этом мы вполне согласны с авторами доклада

МЭР, однако, к сожалению, в этом докладе нет даже попытки анализа размеров доступного, т.е. неинфляционного дефицита федерального бюджета. Мы не случайно говорим о дефиците именно федерального, а не консолидированного бюджета, потому что только федеральные власти могут использовать для финансирования бюджета эмиссию Центрального банка и накопленные валютные резервы, включая средства суверенных фондов. Кроме того, федеральные власти обладают относительно большими возможностями осуществлять заимствования на внутреннем и внешнем рынках и влиять на ставки процента.

Чем определяются размеры допустимого дефицита? Согласно упрощенной модели «бюджетного ограничения», описывающей баланс правительства<sup>26</sup>, дефицит не должен превышать суммы прироста количества денег ЦБ и прироста государственного долга. Разумеется, количество денег должно увеличиваться в соответствии со спросом экономики на деньги, а прирост долга правительства не должен вытеснять инвестиции частного сектора. Для российской экономики можно было бы сформулировать дополнительное правило: прирост долга правительства *должен* вытеснять спрос частного сектора на иностранные активы.

Кроме того, коль скоро речь идет о бюджете РФ, третьим источником финансирования дефицита может явиться сокращение иностранных активов правительства, т.е. валютных резервов. Хранятся ли эти резервы в форме иностранных активов ЦБ, или в форме суверенных фондов, которыми управляет Минфин – это не имеет значения. В целом, размер допустимого дефицита,  $D$ , можно представить как сумму трех составляющих: прироста количества денег Центрального банка,  $M_0$ , прироста федерального долга,  $G_d$ , сокращения валютных резервов,  $F_g$ :

$$D = M_0 + G_d + F_g$$

---

<sup>26</sup> См., например, S.Fisher, W.Easterly. The Economics of the Government Budget Constraint //The World Bank Research Observer, vol. 5, no. 2 (July 1990) , pp. 127-142.

Теперь нужно хотя бы ориентировочно определить приемлемые размеры каждого из этих трех компонентов финансирования дефицита<sup>27</sup>.

Чем определяется предельный объем внутренних заимствований правительства? Теоретически, прирост внутреннего государственного долга равен разности между валовым сбережением частного сектора и спросом на активы, альтернативные обязательствам правительства. Этими альтернативными активами частного сектора является валовое накопление реального капитала, прирост количества денег высокой эффективности и прирост иностранных активов. При заданной сумме валового сбережения, прирост доли одного из активов достигается за счет сокращения доли других, альтернативных активов.

Разумеется, сокращение доли накопления реального капитала нежелательно. Напротив, при вычислении допустимого прироста внутреннего долга вполне можно было бы принять допущение, согласно которому доля реального накопления в частном секторе возрастает.

Уменьшение доли прироста запаса денег Центрального банка, хранимого субъектами частного сектора, также нежелательно, потому что деньги ЦБ представляют собой беспроцентный и безвозвратный кредит, предоставляемый частным сектором правительству.

Напротив, весьма желательно сокращение удельного веса прироста иностранных активов. Мы получим представление о предельном возможном приросте внутреннего государственного долга, если примем допущение, что спрос на иностранные активы ориентировочно равен нулю. Тогда допустимый размер прироста внутреннего долга будет равен валовому сбережению частного сектора минус гипотетическое валовое накопление

---

<sup>27</sup> Строго говоря, данная проблема требует отдельного исследования, поскольку для корректной оценки оптимальных уровней всех компонентов финансирования следует основываться на динамической модели: рассматривать межвременное бюджетное ограничение правительства и сделать предположения о межвременных предпочтениях домохозяйств. Однако в рамках настоящего доклада решение данной задачи авторами не предполагалось.

капитала частным сектором, минус гипотетический оптимальный прирост количества денег ЦБ.

Мы, однако, не можем выполнить этот, казалось бы, простой расчет из-за отсутствия или ненадежности статистических данных. В частности, мы не располагаем данными о валовом сбережении и валовом накоплении капитала в частном секторе за 2012 и 2013 годы, а данные за предшествующие годы вызывают большие сомнения и не могут быть использованы для сколько-нибудь правдоподобной экстраполяции. Нет у нас также данных о том, какая часть спроса на иностранные активы финансируется за счет внутреннего дохода, и какая часть – за счет внешних заимствований.

Более надежными представляются данные о динамике финансовых активов частного сектора и их сумме, представленные в таблице 21.

Таблица 21. Альтернативные финансовые активы частного сектора, в процентах ВВП

	2010	2011	2012	2013
Прирост денежной базы	3,72	0,81	1,94	0,98
Прирост внутреннего федерального долга	1,82	2,23	1,26	1,11
Вывоз капитала (прирост иностранных активов)	4,96	7,99	6,42	8,91
<b>Итого спрос на финансовые активы</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>9,6</b>	<b>11,0</b>
<i>Справочно: Отклонение от среднего показателя спроса на финансовые активы за 2010-2013 годы (10,5% ВВП)</i>	<i>0</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,9</i>	<i>0,5</i>

Как видно из таблицы 21, сумма приростов финансовых активов частного сектора удивительно стабильна, она лишь немного колеблется вокруг отметки 10,5 процента ВВП, при этом каждый из активов, составляющих эту сумму, подвержен значительным колебаниям.

Для расчета гипотетического максимального уровня прироста внутреннего долга примем следующие вполне правдоподобные допущения: Во-первых, в результате активизации инвестиционного спроса, сумма финансовых активов частного сектора сокращается с 10,5 до 8 процентов ВВП (соответственно, увеличивается доля накопления реального капитала). Во-вторых, ежегодный прирост денежной базы составит не менее 1,5% ВВП. В-третьих, спрос на иностранные активы сведен к 4% ВВП. Тогда предельный прирост внутреннего долга правительства составит 2,5% ВВП ( $8 - 1,5 - 4 = 2,5$ ). Финансовые ресурсы, высвобождаемые в результате дальнейшего сокращения спроса на иностранные активы, будут, в определенной пропорции, делиться между накоплением реального капитала и спросом на обязательства правительства. Чем слабее инвестиционная активность частного сектора, тем большим должно быть предложение облигаций правительства.

Наши расчеты основаны, в частности, на гипотетическом допущении о снижении спроса на иностранные активы. Понятно, что в условиях, когда вывоз капитала скачкообразно нарастает, заимствования правительства на внутреннем финансовом рынке становятся крайне затруднительными или неприемлемо дорогими. В первом полугодии 2014 года Минфин был вынужден свернуть операции по размещению внутреннего долга. Правда, об этом говорится не в докладе Минфина, а в докладе ЦБ.

Таблица 22. Прирост внутреннего и внешнего долга правительства, в процентах ВВП<sup>28</sup>

	2015	2016	2017
Прирост внутреннего долга	0,80	0,79	1,0
<i>Привлечение</i>	<i>1,48</i>	<i>1,45</i>	<i>1,43</i>
<i>Погашение</i>	<i>0,68</i>	<i>0,79</i>	<i>0,43</i>
Внешние источники финансирования дефицита	0,08	0,19	0,10

<sup>28</sup> Расчет выполнен на основе: Минфин РФ. Указ. соч.

Данные о прогнозируемых Минфином размерах финансирования дефицита за счет внутреннего и внешнего долга в 2015-2017 годах приведены в таблице 22. Как видно из этой таблицы, расходы бюджета на погашение ранее выпущенных облигаций составляют значительную долю от средств, привлеченных в результате новых выпусков. Если бы эмиссионный ресурс использовался для кредитования правительства, погашение обязательств правительства могло бы осуществляться не за счет дополнительных заимствований, а за счет прироста количества денег ЦБ, путем покупки облигаций государственного долга на открытом рынке ценных бумаг. Тогда вся сумма привлеченных средств могла бы использоваться для финансирования расходов бюджета.

По нашим расчетам, для того, чтобы поддерживать отношение денежной базы к номинальному ВВП, достигнутое в 2010 году, в предстоящие годы потребуется прирост денежной базы в размере около 1,5% ВВП. Если принять, что прирост денежной базы составит 1,5% ВВП, тогда рост денежного предложения ЦБ мог бы полностью покрыть расходы, связанные с ожидаемым в 2015-2017 годах погашением обязательств правительства. Кроме того, эмиссия ЦБ могла бы служить дополнительным источником финансирования дефицита в размере 0,5% ВВП в 2015, 0,4% ВВП в 2016, и 0,8% ВВП в 2017 году. Это позволило бы в 2015 году увеличить дефицит, обеспеченный надежным и регулярным финансированием, с 0,4% до 2% ВВП *при заданном объеме привлечения средств в государственные обязательства (1,48% ВВП)*. Прибегать к внешним заимствованиям, в таком случае было бы ненужным.

Переход к эмиссии на основе операций на открытом рынке ценных бумаг мог бы способствовать большей равномерности денежного предложения и большей стабильности макроэкономических процессов, не говоря уже о благоприятном влиянии на экономику расширения бюджетных расходов, прежде всего – инвестиционных.

Принятый в «Основных направлениях бюджетной политики» размер размещения государственного долга в 2015 году (1,48% ВВП) отнюдь не является предельно возможным, однако в условиях неконтролируемого вывоза капитала даже такой объем заимствований может вести к вытеснению инвестиций частного сектора в основной капитал. Ограничение вывоза капитала позволило бы расширить заимствования на внутреннем финансовом рынке, *не вытесняющие реальные инвестиции частного сектора*, причем, под более низкие ставки процента.

Другим возможным источником финансирования дефицита является сокращение иностранных активов правительства, например, суверенных фондов. Размеры эффективного использования части этих резервов для финансирования дефицита бюджета ограничены реальными потребностями в импорте товаров, услуг, технологий, которые могут быть удовлетворены в течение ограниченного отрезка времени (например, в течение года).

В 2013 году импорт инвестиционных товаров составил  $\frac{1}{4}$  от общего объема импорта, т.е. 115-120 млрд. долларов. Увеличение инвестиций на одну треть повлечет соразмерное увеличение импорта инвестиционных товаров, т.е. его рост на 35-40 млрд. долларов. Такова предельная величина валютных резервов, которую разумно использовать для финансирования дефицита. Поскольку в условиях повышения общей экономической активности прирост импорта инвестиционных товаров будет финансироваться не только за счет государственных расходов, но и расходов частного сектора, использование валютных резервов для финансирования дефицита можно, ориентировочно, ограничить суммой в 30 млрд. долларов в год, что составляет, примерно 1,5% ВВП. Заметим, что только за 1 квартал 2014 года валютные резервы сократились на 27 млрд. долларов, что было связано с резким всплеском вывоза капитала. Так что использование 30 млрд. долларов в год (а не за квартал) для оплаты инвестиционного импорта вполне допустимо.

С учетом этого источника финансирования, *дефицит федерального бюджета безболезненно может быть доведен до 3,5% ВВП* (разумеется, если будет урегулирован внешнеполитический кризис и остановится отток капитала). Соответственно, должны возрасти расходы правительства на инвестиции в основной капитал. Независимые инвестиции правительства, должны вызвать кумулятивный рост индуцированных частных инвестиций, агрегированного спроса, выпуска и ВВП.

Заметим, что Минфин в своих «Основных направлениях», однозначно высказывается против пересмотра бюджетных правил (следовательно, против увеличения дефицита), который Минэкономразвития справедливо считает важной предпосылкой ускорения роста. *«Отступление от «бюджетных правил» ради поддержания экономики за счет бюджетных средств несет в себе высокие риски сужения возможностей финансирования бюджетного дефицита по причине одновременно возрастающей потребности использования дополнительных нефтегазовых доходов на компенсацию выпадающих ненефтегазовых доходов, сокращающихся внутренних и внешних заимствований, снижающихся поступлений от приватизации»<sup>29</sup>.*

При этом авторы доклада, по-видимому, не рассматривают такой вариант фискальной политики, при котором бюджетные расходы стимулируют экономический рост и, таким образом, приводят к увеличению ненефтегазовых доходов.

Остановимся на одном, казалось бы, частном положении, содержащемся в докладе МЭР. «Основными источниками финансирования федерального бюджета по варианту 2, как и по варианту 1, – говорится в докладе, – будут в первую очередь заимствования *при одновременном накоплении нефтегазовых резервов*. Резервный фонд и Фонд национального

---

<sup>29</sup> Министерство финансов РФ. Указ. соч. С. 25

благополучия повысятся с 8,6% ВВП в 2013 году до 9,7% ВВП в 2017 году».

В этот вопрос необходимо внести ясность. Суверенные фонды призваны решать две задачи: во-первых, аккумулировать и передавать в распоряжение общества рентные доходы нефтегазовых корпораций, и, во-вторых, снимать с рынка избыточное предложение иностранной валюты. Пополнение этих фондов возможно лишь при наличии двух условий: Во-первых, нефтегазовые корпорации-экспортеры получают монопольную прибыль (ренту, экспортную премию), не зависящую от их предпринимательской деятельности. Во-вторых, на внутреннем валютном рынке предложение валюты существенно превышает спрос частного сектора на валюту плюс возможности ЦБ снимать избыточное предложение валюты за счет эмиссии в нормальных, приемлемых пределах. Обычно оба эти условия присутствуют в стране - экспортере нефти одновременно.

Однако в российской экономике в последние полтора года сложилась несколько необычная ситуация: монопольная сверхприбыль экспортеров нефти существует, но, в результате массированного вывоза капитала, избыточного предложения иностранной валюты на внутреннем рынке нет. Следовательно, отчисления от прибыли по установленным нормативам в суверенные фонды могут осуществляться, но конвертировать их в иностранную валюту весьма затруднительно. В условиях, когда спрос частного сектора на иностранную валюту превышает ее предложение, ЦБ вынужден продавать часть валюты из официальных резервов, чтобы не допустить резкого снижения курса рубля. Отсюда следует, что дополнительный спрос, который предъявит Минфин для наращивания резервных фондов, хранимых в иностранной валюте, вызовет лишь дополнительные продажи валюты Центральным банком.

В таком случае валютные резервы в целом не увеличатся, произойдет лишь их «перекачка» из иностранных активов ЦБ в стабилизационные

фонды, которыми ведает Минфин. Однако эффект этих операций для экономики в целом нельзя считать нейтральным: продажа валюты Центральным банком сопряжена с уменьшением количества денег в обращении, следовательно, с повышением ставки процента, нехваткой ликвидности.

Вернемся к приведенной выше цитате из доклада МЭР. В этом отрывке говорится, что финансирование дефицита за счет заимствований будет сопровождаться ростом суверенных фондов. Эти слова можно понять так, что за счет заимствований будут пополняться суверенные фонды. Между тем, в условиях, когда спрос на валюту на внутреннем рынке превышает ее предложение, формирование суверенных фондов за счет государственных заимствований вызывает значимые негативные последствия для экономики. Действительно, заимствования Минфина уменьшают количество денег в обращении, способствуют повышению всего спектра процентных ставок, поглощают часть ресурсов финансовых рынков. (Причем в условиях массированного вывоза капитала расширение внутренних заимствований правительства, скорее всего, ведет к уменьшению накопления реального капитала, а не к уменьшению прироста каких-либо других активов частного сектора, например, иностранных активов.) И все это для достижения чисто мнимого результата – перемещения части валютных резервов из иностранных активов ЦБ в суверенные фонды Минфина.

Впрочем, оба ведомства внешне вполне справляются со своими задачами: Минфин может рапортовать об успешном пополнении фондов, для чего осуществлялась покупка иностранной валюты, а ЦБ – об успешном регулировании валютного курса, для чего пришлось продать часть валютных резервов. Общая картина, складывающаяся в экономике, при этом, выпадает из поля зрения.

Итак, дефицитное финансирование бюджета должно быть использовано для реальных расходов, прежде всего – для форсирования

государственных инвестиций, но никак не для увеличения суверенных фондов.

### ***2.3 Другие условия роста***

Третья предпосылка ускорения роста – ограничение вывоза капитала. Вряд ли эта цель может быть достигнута без соответствующих законодательных и административных мер, но о таких мерах в докладе Минэкономразвития ничего не говорится.

Ускорение роста, согласно «умеренно-оптимистическому» сценарию МЭР будет достигаться в результате следующих изменений в экономической конъюнктуре: (1) увеличение инвестиций в инфраструктуру (надо полагать, речь идет о государственных инвестициях), (2) повышение конкурентоспособности обрабатывающих производств, (3) увеличение экспорта нефти и газа, (4) стимулирование потребительского спроса за счет кредита. Первые два пункта этого перечня возражений не вызывают, но о двух последних пунктах нужно сделать хотя бы краткие замечания.

В докладе МЭР констатируется, что рост экономики будет сопровождаться повышением спроса на энергоносители и сокращением экспорта продуктов нефтепереработки. Следовательно, для увеличения экспорта сырой нефти и газа нужно наращивать их добычу. Между тем, не только наращивание, но даже поддержание добычи энергоносителей на достигнутом уровне требует масштабных инвестиций, эффективность которых стремительно снижается по мере исчерпания старых месторождений и продвижения разработок в необжитые регионы с экстремальными природными условиями.

Доминирование инвестиций в добывающие отрасли уже давно ограничивает возможности модернизации отраслей обрабатывающей промышленности, в частности, машиностроения.

Увеличение добычи и экспорта энергоресурсов вряд ли совместимо с реконструкцией российской экономики на современной технологической базе. Нужно тщательно взвешивать целесообразность освоения новых месторождений, постепенно перераспределять инвестиции в пользу обрабатывающих отраслей, в частности, инвестировать в энергосберегающие технологии, и, одновременно, искать пути для постепенной замены доходов от экспорта нефти и газа. Нарастивание экспорта нефти и газа не ускорит, а скорее, замедлит рост экономики.

Дальнейшее стимулирование потребительского спроса с помощью кредитования домохозяйств так же вряд ли возможно: за определенным пределом рост задолженности домохозяйств не расширяет, а сужает их текущий потребительский спрос. Возможно, что этот предел уже достигнут, и обнаружение явного негативного эффекта избыточного кредитования домохозяйств – всего лишь вопрос времени. Чрезмерное кредитование домохозяйств можно объяснить уровнем процентных ставок, неприемлемо высоких для серьезных инвесторов. Однако домохозяйства соглашаются с этими ставками по тем или иным психологическим причинам, например, из-за отсутствия соответствующего опыта, склонности к риску и т.п. Снижение процентных ставок по кредитам расширило бы спрос на кредиты со стороны организаций реального сектора. Конечно, спрос домохозяйств в таком случае также возрастет, но его можно ограничить с помощью ужесточения непроцентных условий предоставления кредита.

## Заключение

Угрожающее снижение официальных темпов роста российской экономики происходит в условиях высоких и относительно стабильных цен на нефть, следовательно, спад был порожден, преимущественно, внутренними причинами. К числу этих причин нужно отнести:

- политику жесткой денежной и финансовой рестрикции, проводимую с 2011 года;
- рост издержек на заработную плату, опережающий рост производительности труда;
- рост издержек на топливо и энергию, опережающий технологический прогресс;
- стремительное падение эффективности инвестиций в добывающие отрасли.

Внешнеполитический кризис и связанный с ним отток капитала способствовал усилению негативных тенденций, но они четко обозначились задолго до этого кризиса.

В текущем 2014 году сохраняются основные факторы, вызвавшие в 2013 году торможение роста и угрозу сползания российской экономики в рецессию. Вместе с тем, проявили себя новые факторы, толкающие экономику к спаду: резкий скачок чистого вывоза капитала, повышение всего спектра процентных ставок, падение валютного курса рубля.

Всплеск чистого вывоза капитала сужает ресурсную базу, как реальных инвестиций, так и государственных заимствований. Поскольку сумма чистого вывоза капитала и чистого вывоза доходов значительно превысила объем чистого экспорта, ЦБ вынужден был продать часть валютных резервов (около 40 млрд. долларов за 1 и 2 кварталы 2014 года).

Рост процентных ставок обуславливает дальнейший спад инвестиций. Быстрое падение валютного курса ведет к перераспределению добавленной стоимости в пользу отраслей, ориентированных на экспорт, в ущерб тем отраслям и предприятиям, которые работают на внутренний рынок.

«Выигрыш на валютном курсе» отраслей – экспортеров и федерального бюджета создает иллюзию бюджетного благополучия. В 1 полугодии 2014 года профицит федерального бюджета вырос в 2,5 раза по сравнению с аналогичным периодом предшествующего 2013 года.

Как профицит бюджета, так и продажа валюты Центральным банком вели к уменьшению количества денег в обращении. Активные операции ЦБ (кредитование банков и других субъектов внутренней экономики) лишь отчасти компенсировали сжатие денежной базы.

Рост процентных ставок и хроническая нехватка ликвидности сказались на ресурсной базе и кредитной активности банков. На рынке банковских кредитов сложилась ситуация, которая до сих пор в российской экономике не наблюдалась. Субъекты частного сектора (кроме самих банков) перестал предоставлять ресурсы для чистого кредитования каких-либо институциональных секторов. Единственным чистым кредитором стало расширенное правительство (включая ЦБ), а основным заемщиком во внутренней экономике – сектор домохозяйств. Практически прекратилось перераспределение кредитных ресурсов в пользу нефинансовых корпораций, осуществляющих реальные инвестиции в производственный капитал.

Программные документы МЭР, Минфина и Центрального банка далеко не в полной мере отражают сложившуюся ситуацию.

Доклад Минэкономразвития содержит два прогнозных сценария, один из которых («консервативный») предполагает сохранение жесткой денежной и финансовой политики и дальнейший спад инвестиций. Другой сценарий – «умеренно-оптимистичный» предполагает некоторое ускорение роста. В

качестве предпосылок этого ускорения авторы доклада МЭР называют (по нашему мнению – вполне правильно) смягчение денежной политики, отказ от бюджетного правила, допускающего дефицит бюджета лишь в пределах 1 процента ВВП, уменьшение чистого вывоза капитала. К сожалению, в докладе МЭР не содержится каких-либо расчетов или хотя бы теоретических положений, очерчивающих границы возможного безинфляционного финансирования дефицита.

По нашим расчетам, надежное финансирование дефицита федерального бюджета в настоящих условиях могло бы составить не менее 3,5% ВВП. Возможные источники финансирования дефицита – это эмиссионный ресурс (1,5% ВВП), прирост внутреннего долга (1% ВВП), сокращение официальных валютных резервов (1,5% ВВП). Эмиссия должна определяться потребностью экономики в деньгах и равномерно распределяться по кварталам года, прирост внутреннего долга должен аккумулировать разницу между сбережением частного сектора и спросом на альтернативные активы (реальные инвестиции, спрос на деньги, спрос на иностранные активы). Использование валютных резервов должно ограничиваться потребностью в дополнительном импорте инвестиционных товаров.

Авторы доклада МЭР предлагают использовать эмиссионный ресурс для долгосрочного кредитования коммерческих банков и соответствующего расширения их ресурсной базы. Однако наш анализ показывает, что использование кредитов банков для финансирования инвестиций в основной капитал составляет лишь часть долгосрочных кредитов, предоставленных банками нефинансовым корпорациям – от 33 до 57 % в разные годы. Причем абсолютная величина этой части практически не зависит от общего объема долгосрочных кредитов. Снижение процентных ставок по кредитам и селективное, целевое распределение кредитов могут вызвать больший позитивный эффект, чем расширение ресурсной базы банков.

Наиболее эффективным направлением использования эмиссионного ресурса является дефицитное финансирование государственных расходов, прежде всего – государственных инвестиций. Именно этот канал денежного предложения (операции на открытом рынке государственных ценных бумаг) давно преобладает в практике развитых стран.

В отличие от доклада МЭР, доклады Минфина и ЦБ ориентируются исключительно на консервативный вариант прогноза, на сохранение существующих бюджетных правил и продолжение политики денежной рестрикции и высоких ставок процента.

Представляются более чем спорными содержащиеся в докладе МЭР утверждения, согласно которым ускорение роста может достигаться в результате увеличения экспорта энергоносителей и стимулирования потребительского спроса с помощью банковских кредитов. Высокая долговая нагрузка на домохозяйства ограничивает их текущий потребительский спрос и их возможности для сбережений. Массированные инвестиции в добычу и транспортировку энергоносителей ограничивают возможности технологического перевооружения экономики и скорее сдерживают, чем ускоряют экономический рост.

Список литературы:

1. Сценарные условия, основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации и предельные уровни цен (тарифов) на услуги компаний инфраструктурного сектора на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов/ Министерство экономического развития. - URL:<http://www.economy.gov.ru>;
2. Основные направления бюджетной политики на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов / Министерство финансов РФ. -  
[URL:http://www.minfin.ru](http://www.minfin.ru);
3. Доклад о денежно-кредитной политике № 2 (6) 2014 года / Банка России. –  
URL: <http://www.cbr.ru>
4. Fisher S., W. Easterling, The Economics of Government Budget Constraint //The World Bank Research Observer, vol.5 no 2 (July 1990), pp. 127-144