

Московский государственный университет  
имени М.В. Ломоносова  
Факультет государственного управления

**VI Международная научно-практическая  
конференция**

*«Стратегическое антикризисное управление:  
глобальные вызовы и роль государства»*

**Сборник научных статей**

7 декабря 2016 г.  
г. Москва

*Ериков М. В.*

## **О некоторых ограничениях и возможностях экономического роста в РФ**

Сейчас банки на Wall Street имеют не меньшие риски, чем до кризиса 2008 года, – сказал Л.Саммерс (министр финансов США в 1999-2001 гг.) в сентябре 2016 г.

Действительно, по такому важнейшему показателю как производные финансовые инструменты (деривативы), одна из ведущих финансовых структур США Goldman Sachs Group имеет объем деривативов в 500 раз превышающий его капитал, а в преддверии кризиса 2007-2009 гг. эта величина составляла не менее чем 40 раз. Напомним, что до кризиса наиболее высокое значение этого показателя было около 70 раз у ряда ведущих банков (Citigroup и др.). И хотя важен не только объем деривативов, но и их состав, размеры открытых позиций и другие обстоятельства, деривативы в целом требуют повышенного внимания, поскольку именно они считались главным фактором, который усугубил течение кризиса 2007-2009 гг.

В таких условиях России тем более необходимо использовать весь набор рычагов экономической политики, который позволяет нашей стране осуществлять развитие даже в случае негативного течения событий в мире.

Рассмотрим, как в условиях указанных рисков развиваются некоторые тенденции в России.

Снижение ВВП и сокращение внутреннего спроса в российской экономике (в т.ч. из-за девальвации рубля) проявляется в низкой активности кредитования нефинансового сектора российскими банками.

Российские банки ограничены в своих возможностях увеличения объемов кредитов, выдаваемых предприятиям нефинансового сектора. Этому способствуют и высокие процентные ставки, и часто отмечающееся отсутствие качественных новых проектов, или даже нежелание самих предприятий брать кредиты.

Действительно, в российской экономике процентные ставки находятся на запретительно высоком уровне, который значительно превышает средний уровень рентабельности по отраслям (7-10%). Естественно это не дает возможности использовать такие деньги в экономике, и, по сути, блокирует приток средств в реальный сектор, формируя их локальную избыточность лишь в отдельных сегментах. Это, в первую очередь, является свидетельством недостаточной эффективности трансмиссионного механизма.

В России высокие процентные ставки дополняются жесткой бюджетной политикой, что в ближайшие годы будет предполагать сокращение госрасходов и затормозит экономический рост.

При этом для финансирования бюджета предполагается, в частности, повысить налогообложение отдельных отраслей. Также рассматривается размещение гособлигаций на внутреннем финансовом рынке в качестве источника финансирования. Но в итоге произойдет: - либо перераспределение уже существующих средств, - либо оттягивание средств из частного сектора на цели бюджета.

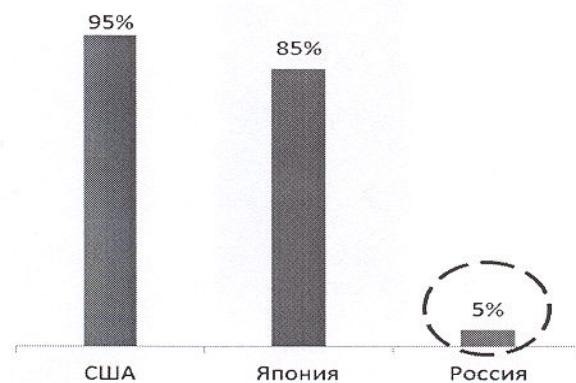
И то, и другое будет в результате тормозить экономический рост отдельных отраслей и экономики в целом.

Однако существуют механизмы по увеличению возможности бюджета без торможения экономического роста – через механизмы размещения госбумаг на внутреннем рынке с участием ЦБ (как это происходит в самых зрелых экономиках мира, например, в США и в Японии).

Центральные банки этих стран покупают госбумаги, выпущенные своим минфином. Одновременно при этом осуществляется целевая эмиссия – на ипотеку, на малый бизнес, на региональные программы и др. Причем, как правило, – это длинная и сверхдлинная эмиссия на 30-40 лет. При этом купленные ЦБ бумаги хранятся у него в течение всего срока, а не поступают на рынок, и не оттягивают оттуда деньги.

В результате не сокращается ликвидность финансового рынка (т.к. госбумаги находятся на балансе соответствующего центрального банка весь период и не поступают на вторичный рынок). А эмитированные деньги весь срок работают в экономике. Причем когда срок бумаг истекает, то при необходимости повторяется та же самая операция, что делает длинные деньги бессрочными. То есть в развитых экономиках осуществляется и бессрочная эмиссия, и устанавливаются минимальные ставки, которые сейчас часто на уровне ниже инфляции.

В целом в США и Японии на национальные госбумаги приходится более 80-90% всей эмиссии (денежной базы) национальной валюты (рисунок 1). В результате существенно расширяются возможности решения бюджетных проблем, а для реальной экономики создаются максимально комфортные условия деятельности.



*Рисунок 1. Доля национальных госбумаг в денежной эмиссии национальных валют соответствующих стран (%)<sup>1</sup>*

В то же время в ЦБ РФ доля российских госбумаг в эмиссии рубля составляет менее 5% (2015 г.), что и делает необходимым бюджетную жесткость. Это вынуждает восполнять недостаточное финансирование либо средствами внутреннего рынка, либо финансированием из-за рубежа, если такое возможно (что, отметим, сопряжено и с соображениями экономической

<sup>1</sup> Источник: по данным соответствующих центральных банков.

безопасности). Наконец, третья возможность – это сокращение самих расходов и, как следствие, уменьшение экономического роста.

Более активное участие национального центрального банка в качестве покупателя национальных ценных бумаг уменьшит многие из перечисленных проблем, позволив поддержать необходимый уровень ликвидности в экономике, способствуя при этом снижению процентных ставок.

Развитие деловой активности в РФ сдерживается и высокой волатильностью рубля.

Переход ЦБ к политике свободного курсообразования рубля был достаточно рискованным и был сопряжен с риском увеличения курсовой нестабильности, что привело к потере доверия к рублю.

Отмечаемое в последнее время укрепление рубля и ожидаемое сохранение указанной тенденции оказывают позитивные эффекты в плане «девалютизации» экономики РФ. Согласно ЦБ РФ, «в банковской статистике можно увидеть первые признаки снижения доли валютной составляющей»<sup>1</sup>. Так, за 10 месяцев 2016 г. доля валютной составляющей в активах сократилась с 35% до 29%, в пассивах – с 33% до 28%.

В 2016 г. Банк России принял меры для снижения доли валюты в банковских активах и пассивах. В частности, регулятор повысил размер отчислений в ФОР по депозитам юридических лиц в иностранной валюте, а также коэффициенты риска на валютные кредиты корпоративным заемщикам. Укажем в целом, что, представляется оправданным применение дифференцированных норм резервирования по рублям и иностранной валюте, когда по рублевым пассивам эти нормы более мягкие, чем по валюте, что будет формировать большую привлекательность рублевых пассивов.

Слабый рубль и впрямь создает определенные преимущества для производств, ориентированных на внешние рынки. Однако, учитывая высокую

---

<sup>1</sup> ЦБ: доля валюты в активах, пассивах банков снижается // Вести Экономика. 18.05.2016 [Электронный ресурс] URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/70935> (дата обращения: 04.12.2016).

зависимость российских предприятий от иностранных комплектующих и импортного оборудования, преимущества от девальвации рубля в первую очередь получают отрасли с невысоким импортным компонентом, а также экспортноориентированные отрасли, производящие продукцию невысокой степени переработки, что тормозит диверсификацию российской экономики.

Действительно, масштабная девальвация существенно расширила доходную часть российского бюджета. Она также способствовала укреплению положения российского нефтяного сектора, существенно смягчив для него негативные эффекты падения нефтяных цен. По сравнению с другими странами, многие из которых также девальвировали свои валюты, обесценение в России было наиболее сильное, что в итоге создало для российского экспортного сектора более благоприятные условия по сравнению с остальной экономикой (рисунок 2).

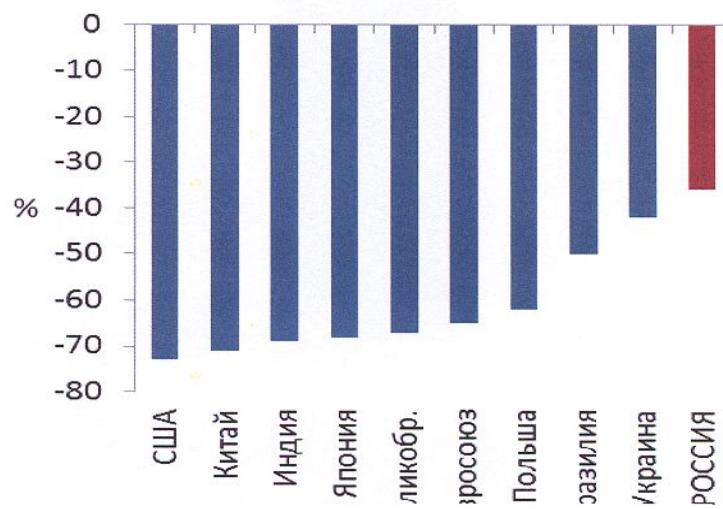


Рисунок 2. Изменение цены нефти Брент в национальных валютах за период с 30 июня 2014 г. по 20 января 2016 г. (%)<sup>1</sup>

Укажем, что в ряде стран (в Греции, Испании, Италии, Франции, Японии) наиболее высокие и стабильные темпы роста, как правило, достигались при степени недооценки их национальной валюты к доллару примерно в 2-2,5 раза

<sup>1</sup> Источник: Bloomberg, Nomura

от курса по ППС. При этом текущий курс 61 руб./долл. приблизительно и соответствует величине 2,5 раза.

Другое дело, что требуется постоянный контроль за качеством роста – иными словами, насколько этот рост обуславливается развитием отраслей с высокой добавленной стоимостью и, в свою очередь, способствует их укреплению.

При этом существуют и возможности по росту стабильности валютного курса. А для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение стабильного реального курса рубля.

Напомним, что в РФ золотовалютные резервы по прежнему превышают денежную базу рубля более чем в 2 раза, что позволяет установить такой уровень валютного курса рубля, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Причем не потребуется значительного вмешательства на рынок, если четко довести до его участников понимание и предпочтения регуляторов<sup>1</sup>. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов, предоставляемых производственным предприятиям.

Для недопущения неоправданного перетока средств в валютные активы должны предприниматься меры, которые будут трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными (по опыту других стран, в частности, Швейцарии, Японии) и предполагать использование более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями – норм резервирования, достаточности капитала и др.

Более того, сохраняющиеся высокие процентные ставки сокращают спрос на деньги со стороны экономики и тормозят увеличение монетизации ( $M_2/VВП$  остается на довольно низком уровне по сравнению с другими странами).

---

<sup>1</sup> Подробнее см. Ершов М.В. О механизмах роста российской экономики в условиях новых глобальных рисков // Вопросы экономики. 2016. №12.

Возникающие при монетизации экономики инфляционные риски, должны рассматриваться с точки зрения фактического положения вещей. Так, суммарный прирост денежной массы в российской экономике за 2000-2015 гг. был многократно выше, чем размер суммарной инфляции. Учитывая немонетарную долю инфляции в ее общем объеме, разрыв между ростом денежной массы ( $M_2$ ) и ростом цен достигает более 20 раз (рисунок. 3).

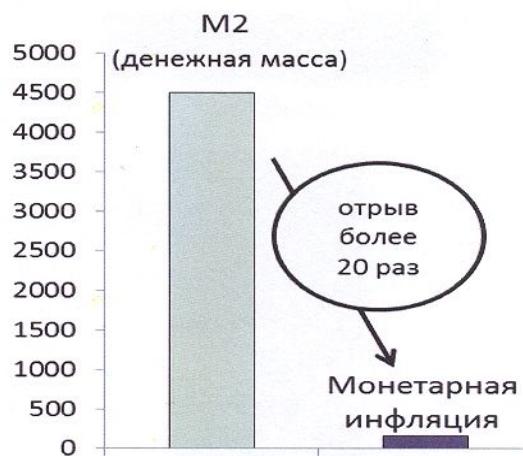


Рисунок 3. Суммарный прирост  $M_2$  и монетарная инфляция в 2000-2015 гг., Россия<sup>1</sup>

Укажем, что денежная программа ЦБ РФ в 2017—2019 гг. (как и в тучные нефтяные годы) вновь предполагает прирост денежной базы за счет прироста международных резервов<sup>2</sup>. При этом будут происходить сокращение чистого кредита и банкам, и расширенному правительству, что одновременно будет означать дополнительное изъятие средств из экономики.

Однако такой подход при формировании финансовых ресурсов не только сохранит, но и даже усилит зависимость нашей страны от конъюнктуры мирового рынка.

А в условиях формируемых рисков в мире укрепление внутренних рычагов экономического роста России может создать необходимые

<sup>1</sup> Источник: по данным ЦБ РФ и Росстата

<sup>2</sup> Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов. М. Ноябрь 2016. С. 46.

возможности для развития страны даже в случае ухудшения ситуации на мировых финансовых рынках.

### **Список литературы**

1. *Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов.* М. Ноябрь 2016.
2. *Ериков М.В. О механизмах роста российской экономики в условиях новых глобальных рисков // Вопросы экономики. 2016. №12.*
3. ЦБ: доля валюты в активах, пассивах банков снижается // Вести Экономика. 18.05.2016 [Электронный ресурс] URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/70935> (дата обращения:: 04.12.2016).