

*М. ЕРШОВ,
доктор экономических наук,
старший вице-президент Росбанка*

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ: НОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ И НОВЫЕ РИСКИ*

В связи с необходимостью обеспечения устойчивого экономического развития в условиях современного высококонкурентного мира значительно усложняется характер проблем, которые предстоит решать нашей стране. Речь идет уже не просто об экономическом росте как таковом, а о повышении его *качества* с целью создания конкурентных основ в экономике. При этом важно понять, можно ли в принципе эффективно совместить такие процессы, как осуществление прогрессивных структурных изменений и поддержание высоких темпов экономического роста, поскольку проведение глубоких структурных преобразований обычно сопровождается снижением темпов роста. Должен ли экономический рост по-прежнему опираться на внешний спрос и расширение экспорта, что в наших условиях означает сохранение сырьевой ориентации экономики, или его «мотором» будет выступать внутренний спрос? Наконец, какие риски — внутренние и внешние — могут нарушить складывающуюся в стране экономическую стабильность, осложняя реализацию поставленных задач?

За последние годы российская экономика демонстрирует устойчивый рост, однако в ее структуре значительных прогрессивных изменений не происходит. Так, доля отраслей ТЭК в ВВП постоянно увеличивается: в 2003 г. она составляла 20%, в 2004 г. — 29, в 2005 г. — 30%¹. Аналогично и структура экспорта также характеризуется стабильно растущей долей топливно-энергетических товаров. Если даже в далеко не самом благополучном 1997 году доля ТЭК в экспорте составляла около 47%, то в 2000-е годы она сначала превысила 50, а затем и 60% (см. табл. 1).

Ввиду устойчивости структурных перекосов очевидно, что исправление сложившейся ситуации — уменьшение доли сырьевых производств и увеличение удельного веса обрабатывающего сектора — может сопровождаться такими последствиями, как снижение темпов роста, повышение цен и т. д. Поэтому требуется тщательно

* В этой статье выражено личное мнение автора.

¹ Данные Минпромэнерго за соответствующие периоды.

Структура российского экспорта (в текущих ценах, %)

Наименование товарной отрасли	2001 г.	2003 г.	2005 г.
Топливо-энергетические товары	54,8	57,8	64,3
Металлы и изделия из них	14,7	13,8	14,2
Машины, оборудование и транспортные средства	10,2	8,5	5,3

Источник: Росстат.

выверенный набор механизмов и рычагов, которые позволили бы осуществлять прогрессивные структурные сдвиги, минимизируя побочные негативные эффекты.

О финансовых рычагах

Налоги. Еще свежи в памяти бурные дискуссии, которые велись вокруг вопроса о снижении НДС. При всех аргументах «за» и «против», которые приводили оппоненты, очевидно, что данная мера, как и снижение большинства других налогов, должна стимулировать спрос, деловую активность и как следствие — экономический рост. Поскольку главными плательщиками НДС являются производители с более высокой добавленной стоимостью, то основной выигрыш от подобного снижения в первую очередь должен достаться обрабатывающим производствам. В таких условиях именно они обеспечат дополнительный рост, что будет одновременно способствовать прогрессивным изменениям в структуре национальной экономики. В этой связи требуется соответствующая корректировка проводимой налоговой политики.

Валютный курс. Не менее острая дискуссия ведется о «плюсах» и «минусах» сильного и слабого рубля. Мы не будем специально останавливаться на нюансах названной проблемы, детально рассмотренной на страницах журнала «Вопросы экономики»². Укажем лишь, что в основе расхождений между сторонниками полярных позиций лежат более глубокие концептуальные различия в подходах, определяющих характер экономического развития. Если главным двигателем роста выступают внешний спрос и расширение экспорта, то желательно обесценение рубля. Напротив, если в качестве основных источников роста рассматриваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, тогда речь должна идти о превращении рубля в полноценную национальную валюту для сбережений и инвестиций, о формировании более устойчивого обменного курса, объективно отражающего состояние экономики и формируемого в значительной степени под воздействием рыночных тенденций. В современных условиях это будет означать постепенное

² См., в частности: *Бланк А., Гурвич Е., Улюкаев А.* Обменный курс и конкурентоспособность отраслей российской экономики // Вопросы экономики. 2006. № 6, а также дискуссию «Обменный курс и экономический рост», материалы которой опубликованы в том же номере журнала. Мы тоже высказывались по указанной проблеме (см.: *Ершов М. В.* Валютный курс в механизмах глобализационной политики. Год планеты. Вып. 2002 г. / РАН, ИМЭМО. М.: Экономика, 2002; *Ершов М. В.* Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005).

повышение реального курса рубля, увеличение внутренних инвестиций и доходов домашних хозяйств, дедолларизацию экономики и др.

Будем ли мы по-прежнему рассматривать валютный курс как универсальный инструмент экономической политики, пытаясь с его помощью одновременно решать часто трудносовместимые внешние и внутренние задачи? Или же, учитывая, что степень его универсальности ограничена и его действие носит разнонаправленный характер (стимулируя одни процессы, он сдерживает другие), мы будем дополнять этот инструмент другими рычагами, позволяющими ускорять (или защищать) развитие приоритетных направлений в экономике и способствующими прогрессивным структурным изменениям?

Рассмотрение указанных проблем заслуживает отдельного исследования, причем не только по курсовой, но и по валютной политике в целом. Здесь мы лишь привлечем внимание к некоторым тенденциям, которые начали формироваться с середины 2000-х годов. Так, наряду с тенденцией повышения реального курса рубля наблюдаются некоторые изменения в формировании структуры экономического роста и его источников.

По оценкам Всемирного банка, если в 2003–2004 гг. «локомотивами» роста в России были нефтяной и ряд других промышленных секторов, то в дальнейшем он переместился в сферу производства товаров для внутреннего рынка. При этом если в 2004 г. темпы роста добычи полезных ископаемых пусть незначительно, но опережали соответствующий показатель обрабатывающих производств, то в 2005 г. (на фоне их общего замедления как во всей экономике, так и в рассматриваемых отраслях) темпы роста последних более чем в два раза превысили аналогичный показатель добывающего сектора. В структуре инвестиций в основной капитал доля сектора добычи полезных ископаемых сократилась с 17,4% в 2004 г. до 15,2% в 2005 г., а доля инвестиций в обрабатывающие производства возросла соответственно с 17,3 до 17,6%³. По мнению экспертов Всемирного банка, наблюдаемые изменения в структуре промышленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля⁴.

Характер указанных процессов не изменился и в 2006 г. Так, по данным МЭРТ, темпы роста обрабатывающих производств за январь–август 2006 г. относительно аналогичного периода 2005 г. составили 4,3%, а в секторе добычи полезных ископаемых — 2,4%. Как и в 2005 г., ведущую роль играют факторы внутреннего спроса. По оценкам Банка России, в 2006 г. основным фактором, стимулирующим наращивание объемов производства, являлся спрос со стороны домашних хозяйств⁵.

Таким образом, намечается тенденция к изменению *качества и структуры экономического роста* и к постепенной (пусть и медленной) переориентации его источников, во-первых, с внешнего экспортного спроса на внутренний и, во-вторых, с добывающей сферы

³ Доклад об экономике России / Всемирный банк. 2006, апрель. № 12.

⁴ Там же. 2005, ноябрь. № 11. С. 6.

⁵ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год / ЦБ РФ. С. 5.

на перерабатывающие отрасли. Правда, говорить об устойчивости указанных процессов, как представляется, пока преждевременно. Более того, возникают новые риски, связанные с движением «горячих» денег и игрой «на повышение» в условиях либерализации трансграничных операций и др. Однако следует активнее использовать все имеющиеся инструменты экономической политики для поддержания позитивных процессов в национальном хозяйстве и предусмотреть механизмы, способствующие уменьшению возникающих внешних рисков.

Денежно-кредитные механизмы. Важнейший элемент денежной политики — формирование денежного предложения, то есть денежных ресурсов. Оно осуществляется в российской экономике под приток валюты. Валюта продается экспортерами или инвесторами Центральному банку РФ, в результате они получают рубли, которые направляются в экономику. С начала 1990-х годов ЦБ РФ при формировании денежных ресурсов в экономике опирается примерно на одни и те же подходы.

Подобные механизмы связаны с рядом негативных последствий. Во-первых, начинает преобладать зависимость от мировой конъюнктуры, поскольку обеспечение экономики рублевыми ресурсами зависит от внешней сферы.

Во-вторых, еще больше консервируется сырьевая ориентация отечественной экономики. Когда экспортер сырья продает свою валютную выручку и получает рубли, то он же и формирует рублевые спрос и предложение для всей остальной экономики, размещая заказы, субподряды и т. д. Другие отрасли начинают все больше работать на обслуживание «сырьевых» интересов, и роль сырьевого сектора возрастает (что и наблюдается в последние годы).

В-третьих, если указанные источники формирования денежной базы дополняются внешними займами, как в 2005—2006 гг., то на первый план выходят риски, связанные с трансграничным движением средств, ростом внешнего долга и пр.

В результате в российских условиях ставка рефинансирования лишь следует за рынком и фиксирует уже сложившуюся ситуацию, а не упреждает ее, определяя основные параметры рынка. Другими словами, *практически не работают внутренние механизмы формирования рублевой ликвидности*, которые позволили бы неэкспортным отраслям, не имеющим валютной выручки, получать ресурсы для проведения структурных и иных преобразований.

В «Основных направлениях единой денежно-кредитной политики на 2007 год» вновь предусматривается рост денежного предложения (денежной базы) на основе чистых международных резервов при одновременном сокращении чистых внутренних активов (см. табл. 2).

Это означает, что главными источниками финансирования экономического роста в России будут внешние ресурсы. Но в силу специфики современных международных финансов такой выбор характеризуется серьезными рисками. Масштабные и часто непредсказуемые перетоки финансовых ресурсов между странами уже не раз приводили к валютным и финансовым кризисам в мире. С учетом политики «глобальной открытости» многих стран и фактического демонтажа

Оценка показателей денежной программы за 2006 год
(на начало периода, млрд руб.)*

	2006 г.	2007 г.**
Денежная база (узкое определение)	2299	3095
Чистые международные резервы	5245	7964
в млрд долл. США	182	277
Чистые внутренние активы	-2946	-4869
Чистый кредит расширенному правительству	-2221	-3823
чистый кредит федеральному правительству	-2000	-3573
остатки средств консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации и государственных внебюджетных фондов на счетах в Банке России	-221	-250
Чистый кредит банкам	-552	-609

* Показатели, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2006 г.

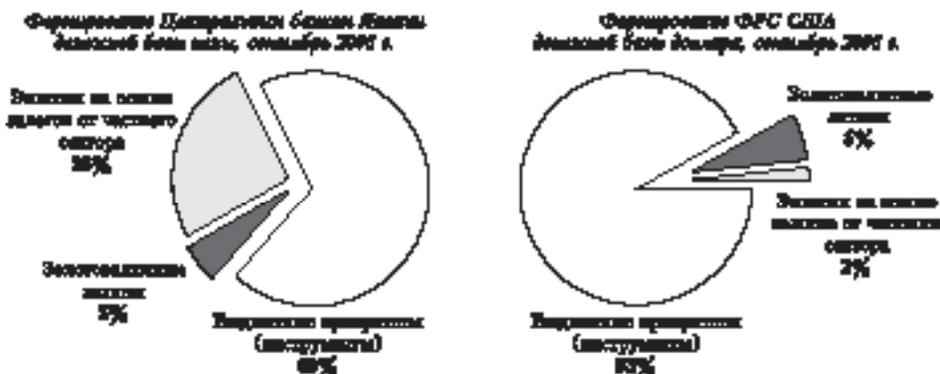
** Оценка.

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год / ЦБ РФ.

соответствующих механизмов регулирования становится все меньше инструментов противодействия указанным негативным тенденциям. В таких условиях целесообразность опоры на внешние источники финансирования экономического роста представляется спорной.

Исходя из необходимости поддержания экономического роста при одновременном решении задач структурной политики у истоков формирования денежного предложения в развитых странах стоят национальные приоритеты (см. рис 1). Подобные подходы позволяют обеспечивать более равномерную структуру финансовых потоков в увязке с приоритетами государственной экономической политики, сохраняя при этом значимую роль механизмов рефинансирования, что дает возможность реагировать на потребности частного сектора⁶.

Формирование денежного предложения в некоторых развитых странах



Источники: рассчитано по данным Bank of Japan и Federal Reserve Statistical Release за соответствующие периоды.

Рис. 1

⁶ Подробнее см.: Еришов М. В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике.

Финансовые ресурсы экономического роста

В развитых странах необходимость увеличения финансовых ресурсов для поддержания экономического роста при участии национальных денежных властей является фактом, не вызывающим сомнения. Так, в США в законе о Федеральной резервной системе говорится, что ФРС «будет поддерживать долгосрочный рост денежно-кредитных агрегатов, соизмеримый с долгосрочным экономическим потенциалом увеличения производства»⁷.

В российских условиях используются иные подходы. Как известно, при величине монетизации экономики (отношение М2/ВВП), составляющей менее 30% (что даже ниже уровня многих стран с переходной экономикой), значительная часть ресурсов фактически выводится из оборота. Речь идет о средствах Стабилизационного фонда, о финансовых ресурсах, находящихся на счетах в Банке России, и др. (что еще больше снижает реальную обеспеченность экономики денежными средствами).

Очевидно, растущая экономика нуждается в дополнительных финансовых ресурсах. Если таковые отсутствуют на внутреннем рынке и не формируются внутри страны, то становится необходимым их привлечение из-за рубежа. Именно такая тенденция стала усиливаться в последние два года, когда начали использоваться мощные стерилизационные механизмы и было существенно либерализовано законодательство о валютном регулировании.

Мы уже упоминали на страницах журнала о тревожной тенденции быстрого роста международной корпоративной задолженности российских предприятий и организаций⁸. Она продолжает набирать силу. Если на начало 2003 г. внешний долг предприятий нефинансового сектора составил 33 млрд долл., то к началу 2006 г. он достиг 130 млрд, а к июлю 2006 г. — превысил 140 млрд долл. Более того, этот показатель уже приближается к величине задолженности российского нефинансового сектора перед отечественными банками (соотношение: 46 и 54%). Наблюдается рост, хоть и менее масштабный, и внешнего долга российских банков. Если к январю 2003 г. он составлял менее 20 млрд долл., то к январю 2006 г. — 50 млрд, а к июлю 2006 г. — свыше 65 млрд долл. (см. рис. 2).

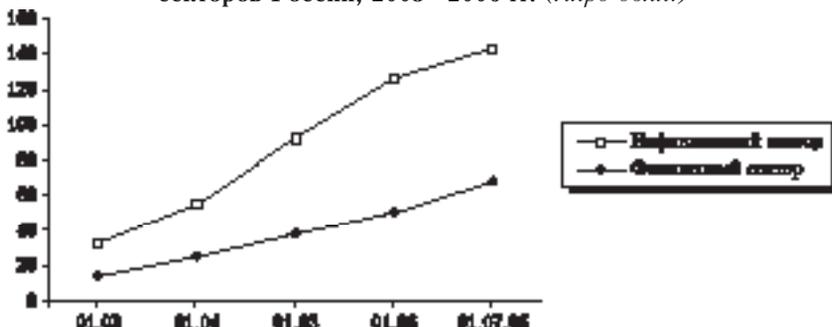
Подобная тенденция обусловлена в том числе и действием скрытых стимулов для привлечения внешних займов. Так, нормы резервирования по ресурсам, привлеченным от нерезидентов, вплоть до осени 2006 г. составляли 2%, тогда как по всем прочим финансовым ресурсам, привлекаемым с внутреннего рынка, — 3,5%⁹. В результате внешние ресурсы оказывались более дешевыми, а внутренний финансовый рынок

⁷ Federal Reserve Act dispersed throughout 12 USC; Ch. 6, 38 Stat. 251 (December 23, 1913), Section 2A (12 USC 225a). As added by act of November 16, 1977 (91 Stat. 1387) and amended by acts of October 27, 1978 (92 Stat. 1897); August 23, 1988 (102 Stat. 1375); and December 27, 2000 (114 Stat. 3028).

⁸ *Ершов М., Зубов В.* Возможности и риски финансовой интеграции // Вопросы экономики. 2005. № 12.

⁹ Лишь с октября 2006 г. по внешним ресурсам также была установлена норма в 3,5%.

Внешний долг предприятий финансового и нефинансового секторов России, 2003—2006 гг. (млрд долл.)



Источник: данные ЦБ РФ.

Рис. 2

фактически дискриминировался. В развитых экономиках применяется противоположный подход. В частности, в ЕС для стимулирования развития внутреннего финансового рынка по всем ресурсам, привлеченным извне, установлены более высокие нормы резервирования, чем по средствам, аккумулируемым на внутреннем рынке.

Некоторые аналогии с 1998 годом

Тенденции, сложившиеся в настоящее время в российской финансовой сфере, чем-то напоминают ситуацию 1998 года. Если в 1994 г. дефицит бюджета более чем на 90% финансировался из внутренних источников и лишь на 8% — из внешних, то в 1998 г. это соотношение составило уже 42 и 58%, а роль внешних источников так же, как и сейчас, устойчиво возрастала (см. табл. 3).

Т а б л и ц а 3

Источники покрытия дефицита федерального бюджета РФ

	1994 г.		1996 г.		1997 г.		1998 г.	
	млрд руб.	в % от величины дефицита	млрд руб.	в % от величины дефицита	млрд руб.	в % от величины дефицита	млрд руб.	в % от величины дефицита
Общее финансирование,	71,8	100	79,7	100	93,2	100	146,3	100
в том числе:								
внутреннее	66,2	92,2	47,6	59,7	39,7	42,6	61,2	41,8
внешнее	5,6	7,8	32,1	40,3	53,5	57,4	85,1	58,2

Источники: Финансы России, 1998. М., 1998; Российский статистический ежегодник, 1998. М., 1998; Российский статистический ежегодник, 1995. М., 1995; Финансист. 1999. № 9; Некоторые аспекты теории переходной экономики. М.: РАН, 1999; Бюллетень банковской статистики (ЦБ РФ). 1995. № 2; Финансы России, 2000. М., 2000; Финансы России, 2002. М., 2002.

Это, конечно, не могло не отразиться на субъектах экономики — компаниях и банках, внешний долг которых также неуклонно увеличивался, превысив к августу 1998 г. 55 млрд долл. (см. табл. 4)

Т а б л и ц а 4

**Корпоративный внешний долг в российской экономике,
1993—1998 гг. (млрд долл.)**

1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	01.08.1998 г.
4,3	4,9	6,3	11,3	50,9	57,3

Источники: Вестник Банка России; Бюллетень банковской статистики; материалы Госкомстата РФ за соответствующие периоды; Обзор экономической политики в России за 1998 год / Бюро экономического анализа. М.: РОССПЭН, 1999.

Прослеживаются аналогии даже в технических аспектах. Уже упоминавшееся различие между нормами резервирования по иностранным и внутренним ресурсам, которое имело место до осени 2006 г., отмечалось и в середине 1990-х годов (распространяясь на все валютные ресурсы и делая их более привлекательными, см. табл. 5). Оно выровнялось лишь к февралю 1998 г.

Т а б л и ц а 5

**Нормы обязательных резервов, установленные ЦБ РФ
за ряд лет (в %)**

Периоды	По рублям	По валюте
Февраль 1995 г.	10–22	2,0
Май 1995 г.	10–20	1,5
Май 1996 г.	10–18	1,25
Июнь 1996 г.	12–20	2,5
Август 1996 г.	10–18	5,0

Источник: данные ЦБ РФ.

В результате чистая международная инвестиционная позиция (отражающая разницу между иностранными активами и обязательствами) кредитных организаций в предкризисный период устойчиво сокращалась, что свидетельствовало о росте внешней задолженности (см. табл. 6).

Т а б л и ц а 6

**Международная инвестиционная позиция кредитных организаций РФ
в консолидированном виде за 1994—1997 гг. и 6 месяцев 1998 г.
(на начало периода, млрд долл. США)**

	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	01.07.1998 г.
Чистая международная инвестиционная позиция	11,0	9,5	3,9	0,9	-7,2	-8,1

Источник: Вестник Банка России за соответствующие периоды.

В настоящее время показатели чистой международной инвестиционной позиции банков также неуклонно переходят в сферу отрицательных значений (другими словами, растет их чистый внешний долг). Причем если к началу 2005 г. эта величина составляла минус 11 млрд долл., то к началу 2006 г. — минус 20 млрд, а к середине 2006 г. — минус 30 млрд долл. (см. табл. 7).

**Международная инвестиционная позиция российского банковского сектора
в 2000—2006 гг. (на начало периода, млрд долл. США)**

	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	
						на 01.01	на 01.07
Чистая международная инвестиционная позиция	34	42,5	3,5	-6	-11,3	-20,8	-30

Источник: Бюллетень банковской статистики за соответствующие периоды.

Еще более существенно растет чистый внешний долг нефинансового сектора (см. табл. 8). За последние три года он увеличился почти в четыре раза.

**Международная инвестиционная позиция нефинансовых предприятий
в 2000—2005 гг. (на конец периода, млрд долл. США)**

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Чистая международная инвестиционная позиция (активы минус обязательства)	8,4	-3,3	-17,2	-55,8	-116,5	-202,0

Источник: Деньги и кредит. 2006. № 9.

Как следствие, ухудшаются показатели чистой международной инвестиционной позиции РФ, по сути отражающей «нетто-внешний долг» всей экономики (см. табл. 9).

**Международная инвестиционная позиция РФ
в 2000—2006 гг. (на начало периода, млрд долл. США)**

	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Чистая международная инвестиционная позиция	52,4	34,9	28,9	-4,2	-20,5	-44

Источник: Бюллетень банковской статистики за соответствующие периоды.

Важное значение имеет и «длина» долга. В предкризисный период средневзвешенная «длина» бумаг составляла около 150 дней. В настоящее время, как представляется, ситуация более устойчивая, однако на долг со сроками менее одного года, по оценкам, приходится не меньше 30% всей суммы корпоративной внешней задолженности.

И, наконец, отметим обстоятельство, вызывающее наибольшую обеспокоенность и усиливающее неопределенность на рынке: в обоих случаях имела место отмена практически всех ограничений на движение капиталов.

Валютная либерализация

На начальном этапе участия нерезидентов на рынке ГКО действовали ограничения на вывод ими валютных средств из страны. Если иностранный инвестор

выходил из ГКО, то он должен был оставаться в рублях в течение трех месяцев и лишь потом мог конвертировать их в валюту и перевести полученные средства за рубеж. Позднее этот срок был сокращен сначала до двух, а потом — до одного месяца. Однако затем был введен так называемый режим «Т+1», который предполагал возможность репатриации валюты на третий рабочий день. Естественно, при столь значительных объемах валютных ресурсов, которые были привлечены на рынок ГКО, такая мера делала российскую экономику полностью зависимой от субъективных или конъюнктурных настроений иностранных участников рынка.

Сторонники либерализации 1998 г. утверждали, что чем либеральнее режим, тем больше инвесторов можно привлечь и тем дольше они будут оставаться на рынке, зная, что нет препятствий для ухода с него. А в итоге именно быстрый вывод средств нерезидентами спровоцировал обвал валютного и фондового рынков.

Напомним в этой связи и высказывания известного американского экономиста М. Муссы, который был одним из экономических советников президента США Р. Рейгана, а затем в течение 10 лет занимал пост директора Департамента исследований МВФ: «Высокая открытость к международным движениям капиталов, особенно краткосрочных, может быть опасна для стран, проводящих непоследовательную макроэкономическую политику, а также для недостаточно капитализированных или неадекватно регулируемых финансовых систем»¹⁰.

С учетом низкого значения монетизации российской экономики, а также принимая во внимание либерализацию валютного режима, имевшую место в обоих случаях, следует серьезно отнестись к оценке возможных рисков, причем связанных не только с оттоком капиталов, но и с их *притоком*. Проблема стала настолько актуальной, что даже традиционные сторонники либерализации говорят о необходимости более взвешенных подходов. Еще один известный экономист и также в прошлом руководящий функционер МВФ С. Фишер подчеркивает, в частности, что МВФ «осторожно поддерживает основанный на рынке вариант контроля за притоком капитала по чилийскому сценарию»¹¹. Он также отмечает, что «контроль за притоком капитала может в течение определенного времени быть полезным, позволяя стране проводить *независимую денежную политику* (курсив мой. — М. Е.) ... влияя на структуру приходящего капитала»¹².

Реальные и кажущиеся отличия

Конечно, нельзя утверждать, что рассматриваемые ситуации в 1998 и в 2006 гг. идентичны. Укажем на некоторые их отличия. Первое — техническое. В 1998 г. существенная часть внешнего государственного долга была в форме облигаций, причем коротких, и их продажа и репатриация средств могли сразу же отразиться на рынке. В настоящее время основной долг приходится на кредиты,

¹⁰ Цит. по: *Kaplan E., Rodrik D. Did the Malaysian Capital Controls Work?: NBER Working Paper 8142. February 2001. P. 2.*

¹¹ *Fisher S. Financial Crises and Reform of the International Financial System: NBER Working Paper 9267. 2002.*

¹² *Ibid.*

и риск на первый взгляд кажется небольшим. Однако следует иметь в виду возможность изменения мировой финансовой конъюнктуры, что может привести к удорожанию финансовых ресурсов. Меры центральных банков ведущих стран по повышению ставок рефинансирования лишь подтверждают эту тенденцию. В результате при получении новых кредитов их условия могут существенно отличаться от нынешних, что при ухудшении ситуации поставит заемщиков в трудное положение.

Второе отличие более существенное: размер золотовалютных резервов России в настоящее время несопоставим с показателями 1998 г., когда их величина лишь немногим превышала 10 млрд долл. В то же время и степень зависимости от внешнего финансирования также многократно возросла. Если объем рынка ГКО составлял тогда около 60 млрд долл. и на долю нерезидентов приходилось примерно 20 млрд долл. (сумма, фактически отражавшая финансирование из внешних источников), то сейчас международная корпоративная задолженность российских юридических лиц превысила 200 млрд долл.

Третье отличие: в кризисный период 1998 г. речь шла в первую очередь о государственном долге, а сейчас — о долге корпоративном. И в принципе нынешние риски — это риски частного сектора, который должен будет сам решать свои проблемы. Однако значительная часть средств привлекается на внешнем рынке компаниями с государственным участием. Поэтому если они окажутся неплатежеспособными, то государство будет вынуждено прийти им на помощь. Кроме того, в числе заемщиков на внешнем рынке — и в случае с государственными, и в случае с частными компаниями — как правило, важнейшие системообразующие субъекты экономики, проблемы которых могут распространиться на другие компании и спровоцировать крупномасштабный кризис. Многие из них имеют стратегическое значение, и допустить их дефолт и переход в иностранную собственность вряд ли оправданно, что также будет означать необходимость вмешательства государства и использования валютных ресурсов экономики для недопущения кризиса.

О некоторых других рисках

В условиях высокой финансовой волатильности повышаются требования к устойчивости финансового и банковского секторов, которые смогли бы выдержать воздействие внешних шоков. При этом степень устойчивости определяется и тем, какова в целом «финансовая подушка» экономики.

Несмотря на рост российской банковской системы в последние годы, ее возможности не отвечают потребностям развивающейся экономики. По таким показателям, как капитал/ВВП, активы/ВВП, кредиты/ВВП, российские банки существенно уступают кредитным учреждениям не только развитых стран, но и многих стран с переходной экономикой (см. табл. 10).

**Некоторые показатели национальных банковских систем,
2005 г. (в %)**

	Россия	Германия	Польша	Чехия
Капитал/ВВП	5,7	14	10	9,5
Активы/ВВП	45,0	317	71	99,0
Кредиты частному сектору /ВВП	22,0	125	30	33,0

Источники: ЦБ РФ, АРБ.

Отметим, что финансовые показатели различных секторов в не-малой степени зависят от общего развития денежной сферы.

Уровень монетизации российской экономики (характеризуемой соотношением М2/ВВП) остается значительно более низким, чем в большинстве стран, хотя разрыв уже не столь значительный, как в преддверии 1998 г. (см. табл. 11).

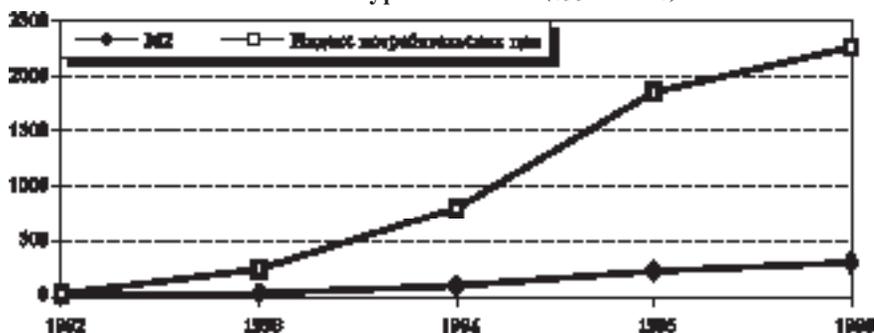
**Отношение денежной массы (агрегат М2)
к ВВП ряда государств (в %)**

Страны	1992 г.	1997 г.	2004 г.	2005 г.
Россия	45	15	26	28
Польша	36	38	40	41
Япония	105	110	138	140
Китай	105	236	184	138

Источники: International Financial Statistics; Вестник Банка России за соответствующие периоды.

Это, в свою очередь, явилось следствием стремительного роста цен в результате их либерализации в начале 1990-х годов, существенно превысившего увеличение денежной массы, что привело к ее реальному сжатию (см. рис. 3, 4).

**Индексы потребительских цен и М2 в 1992—1996 гг.
относительно уровня 1992 г. (1992 г. = 1)**

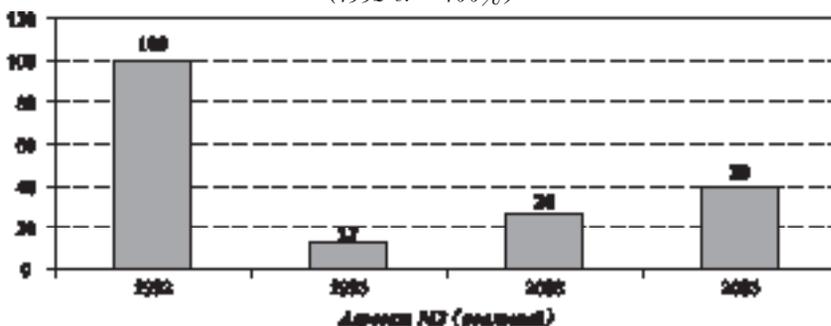


Источники: данные Госкомстата РФ, ЦБ РФ за соответствующие периоды.

Рис. 3

Некоторый рост показателя монетизации в последние годы (что само по себе отраднo) происходит в качественно новых условиях развития глобальных процессов, возросшей открытости национальных экономик, усилившегося перетока финансовых

Сжатие реальной денежной массы в 1992—2005 гг.
(1992 г. = 100%)



Источники: данные Госкомстата РФ, ЦБ РФ за соответствующие периоды.

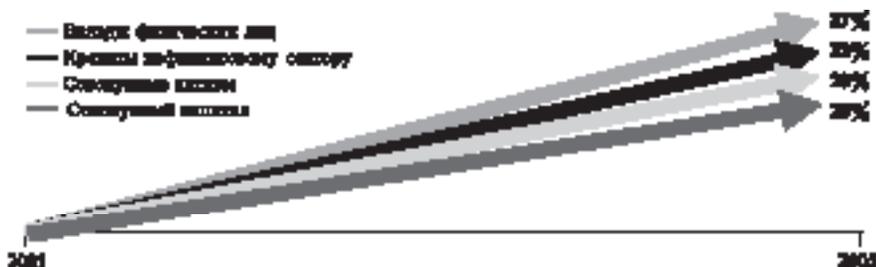
Рис. 4

ресурсов, обострения глобальных дисбалансов. В результате увеличивается возможный эффект влияния внешней сферы, что определяет потребность в создании более прочной финансовой основы для противодействия внешним шокам. Более того, с учетом необходимости решения качественно новых задач, связанных с реализацией национальных проектов и формированием базы для долгосрочного развития страны, требуются адекватные меры экономической политики.

В условиях ограничений в денежной сфере ограничены и возможности банковского сектора по наращиванию капитальной базы и укреплению своих позиций. С 2003 по 2006 г. кредитование нефинансового сектора российской экономики постоянно увеличивается. Вместе с тем из-за низкой капитализации и привязанных к этому показателю нормативов банки не могут в достаточной мере обеспечивать спрос нефинансового сектора на кредитные ресурсы. Потребность предприятий в средствах удовлетворяется за счет самофинансирования и внешних заимствований.

В свою очередь, активы банков растут быстрее их совокупного капитала. Темп прироста последнего отстает от динамики и вкладов физических лиц, и кредитов нефинансовому сектору (см. рис. 5).

Темпы прироста основных показателей банковской системы
в 2001—2005 гг. (CAGR*)



* CAGR — Compound Annual Growth Rate (совокупный среднегодовой темп роста).

Источник: рассчитано по данным ЦБ РФ за соответствующие периоды.

Рис. 5

При сохранении подобной тенденции банковская система в ближайшие годы подойдет к пределам своего роста — к 10-процентному уровню достаточности капитала (см. рис. 6), то есть к рубежу, когда Банк России должен принимать предупредительные меры (а при 8-процентном уровне будет отозвана лицензия)¹³. Тогда банки уже не смогут расширять свои операции в соответствии с потребностями растущей экономики, поскольку это будет сдерживаться в том числе и нормативными ограничениями.



* Прогноз на 2006—2010 гг. сделан с учетом тренда, сложившегося в 2000—2005 гг. Использованы данные на конец периода.

Источник: Центр стратегического анализа Росбанка (www.rosbank.ru/ru/analytics/csa).

Рис. 6

Подчеркнем, что формулируемые задачи становятся все более емкими. Сегодня на повестку дня выносятся вопросы социальной составляющей экономического роста и регионального развития, широко обсуждаются проблемы реализации национальных проектов. При этом целесообразно рассматривать механизмы государственно-частного партнерства с точки зрения перспектив более широкой вовлеченности деловых кругов в решение приоритетных задач, стоящих перед страной.

Важную роль в таких процессах может играть банковская система. В 2006 г. был подготовлен доклад рабочей группы Государственного совета РФ «О роли банковской системы в реализации национальных проектов и социально-экономическом развитии регионов», в котором подчеркивается необходимость более активного участия банков в экономическом развитии страны. С учетом этого важны меры по укреплению самих банков, повышению их конкурентоспособности и росту капитализации, что увеличит потенциал такого участия и сделает его более устойчивым и долгосрочным.

¹³ Кроме того, рост кредитования происходит в основном по линии расширения высокорисковых операций (в частности, потребительского кредитования), которые учитываются при расчетах коэффициента с максимальным весом. В результате наряду с более низкими темпами прироста капитала в еще большей мере снижается коэффициент достаточности капитала Н1, что лишь обостряет проблему капитализации банков.

Какие меры необходимы?

Чтобы вновь не войти в полосу рисков, аналогичных периоду 1998 г., следует предусмотреть ряд подходов и механизмов, которые, с одной стороны, уменьшили бы сами риски, а с другой — сделали бы экономику более устойчивой даже при негативном воздействии глобальных процессов. В данной связи отметим ряд важнейших моментов.

1. Необходимы формирование и последовательная реализация *структурной политики*, отвечающей новым вызовам глобальной экономики. Эта политика должна основываться на максимальном использовании передовых технологий и «экономики знаний», создающих условия для долгосрочного экономического роста и уменьшающих зависимость от мировой конъюнктуры. Поскольку современная конкуренция — не просто соперничество отдельных компаний за рынки сбыта и финансовые ресурсы, а конкуренция экономических систем, обеспечивающих прочные позиции страны и ее бизнеса в мире, то в этих условиях требуется активизация всех механизмов экономической политики и всех субъектов «экономического пространства» для скоординированного решения стоящих задач.

2. С учетом усиления глобальных геополитических и экономических рисков крайне актуален выбор *экономических механизмов и подходов, поддерживающих устойчивый рост и одновременно минимизирующих внешние риски*. Здесь важны внутренние «точки опоры» экономического роста, которые стимулировали бы спрос, обеспечивали необходимый уровень инвестиций и адекватные масштаб и структуру производства, что невозможно без прочной финансовой базы, в которой внешние источники финансирования постепенно вытеснялись бы внутренними.

При этом нужна скоординированная денежно-кредитная и финансовая политика, направленная на решение структурных задач и создающая условия для формирования адекватных финансовых ресурсов. Должны сыграть свою системообразующую роль специализированные институты (банки развития и т. д.). Большое значение имеют налоговые механизмы, стимулирующие соответствующие направления развития; механизмы гарантий, существенно уменьшающие кредитные риски, и др.

Следует еще раз оценить целесообразность ситуации, при которой средства, зарабатываемые российской экономикой и необходимые для ее развития, в нее не поступают, а либо «замораживаются», либо инвестируются за рубежом, по сути поддерживая экономический рост в других странах. Причем сначала такую поддержку мы оказываем посредством наших сырьевых поставок, удовлетворяющих внешний спрос, а затем там же размещаем полученные нами финансовые ресурсы. При этом финансирование внутренних российских потребностей осуществляется с внешних рынков (что, отметим, влияет на инфляцию ничуть не меньше, чем возможное использование внутренних средств). Для полноты картины важно сопоставить цену размещения наших средств и стоимость привлечения внешних ресурсов, оценив возможные доходы Стабфонда в случае, если бы его средства размещались внутри страны. Здесь речь может идти и о непосредственном сравнении доходности, и о более системных оценках — с точки зрения возможности укрепления экономики, роста доходов и, как следствие, налоговых поступлений.

3. Необходимость проведения прогрессивных структурных преобразований в экономике и реализации инновационных проектов делает еще более актуальным вопрос о формировании *долгосрочных финансовых ресурсов*. Следует системно рассмотреть возможности использования механизмов создания «длинных» денег в рамках денежного предложения. Напомним, что в ведущих странах до 40—50% всей денежной базы (денежного предложения) формируется на основе покупки их центральными банками «длинных» государственных бумаг, что, по сути, означает «длинный» кредит экономике. Это позволяет, во-первых, осуществлять первичное поступление ликвидности в экономику с учетом приоритетов экономической политики, теснее увязывая денежно-кредитную и структурную политики, а во-вторых, обеспечить поступление «длинных» ресурсов в экономику. В перспективе важную роль с учетом их долгосрочного характера должны играть пенсионные накопления, а также ряд других мер (таких, как более низкие налоги для вкладчиков по процентным начислениям за «длинные» депозиты, более низкие нормы резервирования по «длинным» пассивам и др.).

4. Следует повысить роль Центрального банка, который должен выполнять функцию *кредитора последней инстанции*. Кроме того, сам спектр задач ЦБ с учетом мощного потенциала его инструментов нужно расширить, дополнив чисто финансовые задачи — контроль за инфляцией и валютным курсом — целями *поддержания экономического роста и занятости*. При этом нужно выработать комплексные подходы к формированию денежного предложения (монетизации), увязывающие политику ЦБ с задачами бюджетной, промышленной, региональной и структурной политики.

В данной связи можно рассмотреть возможности использования механизмов рефинансирования в соответствии с экономическими приоритетами (как, заметим, в развитых странах). Для этого к рефинансированию, в частности, должны приниматься бумаги, обеспеченные кредитными требованиями к приоритетным отраслям и направлениям развития (малый бизнес и др.), а также региональные бумаги высокого рейтинга, что будет способствовать более равномерному межотраслевому и территориальному распределению финансовых ресурсов.

Для формирования «длинной» ресурсной базы целесообразно принимать в качестве залога кредитные требования по «длинным» кредитам со стороны коммерческих банков. Эта мера приведет к уменьшению кредитных рисков, стимулируя кредитование на более длительные сроки.

5. Необходимы *укрепление банковского сектора* как основы финансовой системы, *рост его капитализации*.

В ряде стран основным источником роста капитала банков является собственная прибыль в сочетании с иностранным капиталом (так происходит практически во всех странах Центральной и Восточной Европы). В результате национальные банковские системы фактически перешли под контроль иностранных участников. В то же время другие подходы опираются на активную политику государства по укреплению национальных финансовых систем (Япония, Норвегия, Чили и др.). Проблема капитализации в этом случае решалась главным образом в увязке с такими важными целями,

как санация банков, ресурсообеспечение и т. д. Например, в Японии правительство выкупало у банков проблемные долги и входило таким образом в их капитал. При этом оговаривались условия последующего выхода государства из него при нормализации положения. Предоставлялись также чрезвычайные кредиты для достижения общих экономических целей в соответствии с задачами структурной политики.

Здесь возможны такие меры, как снижение норм резервирования, введение налоговых льгот на прибыль банков, а также их акционеров и иных инвесторов в случае, если она будет направлена на увеличение капитала. Следует более полно использовать потенциал, заключенный в системе государственных банков, способствуя направлению части их ресурсов на создание системообразующих основ фондового и денежного рынков (ипотека, секьюритизация, долгосрочные субординированные кредиты). Одновременно необходимы жесткий контроль качества кредитного портфеля, использование регулятивных и иных рычагов для укрепления стабильности финансовой и банковской систем.

6. Требуется более тщательный *мониторинг движения капиталов*, причем не только из страны, но и, что не менее важно, в страну. При этом нужно уделять внимание качеству капитала, срокам, характеру и направлениям его использования, создавая стимулы, обеспечивающие приведение указанных параметров в соответствие с экономическими приоритетами. Следует также рассмотреть возможность введения мер по регулированию объемов корпоративных внешних заимствований. Основной акцент здесь должен быть сделан не столько на административные (ограничительные) рычаги, сколько на то, чтобы посредством использования механизмов денежно-кредитной и финансовой политики повысить заинтересованность участников рынка в работе с рублевыми инструментами.

7. Меры по валютной либерализации должны сопровождаться разработкой *механизмов и рычагов чрезвычайного характера*, которые можно быстро задействовать при наступлении кризисных событий. Нельзя допустить, чтобы формирующуюся финансовую стабильность подорвали спекулятивные операции или колебания мировой конъюнктуры. Важно уменьшить риски «игры на повышение», когда международные спекулянты будут покупать рубли лишь на короткий срок, чтобы затем продать подорожавший рубль, капитализировать полученную прибыль и уйти с рынка, нарушив его стабильность.

Опыт последних лет показал, что «глобальные правила игры», предполагающие быстрые и крупномасштабные переливы капиталов, могут спровоцировать глубокие кризисы. Поэтому при всей важности валютной и финансовой либерализации она должна проводиться постепенно, по мере укрепления рынка и повышения его устойчивости к внешним шокам.

Даже страны с мощными экономическими и финансовыми системами (США, Япония) были вынуждены использовать широкий набор регулирующих мер, чтобы поддерживать стабильность своих финансовых и валютных рынков, а реальная либерализация во многих из них стала осуществляться лишь в конце 1980-х (Западная Европа, США) или в конце 1990-х годов (Япония), когда они заняли прочные позиции в мировой экономике. Заметим, что, например, в случае с Японией

валютная либерализация и либерализация движения капиталов были осуществлены спустя более 30 лет (!) после либерализации текущих операций в середине 1960-х годов.

Как показывает мировой опыт, набор технических, регулятивных рычагов как долгосрочного, так и краткосрочного действия по предотвращению дестабилизации на финансовом рынке достаточно велик — от ставок налогообложения в зависимости от сроков нахождения средств или норм резервирования в увязке со сроками привлекаемых внешних ресурсов до прямых количественных ограничений на ввод «коротких» средств. Аналогично, чтобы не допустить расшатывающего валютный рынок притока валюты, использовались и квоты на объемы обмена иностранной валюты на национальную, и более жесткие размеры валютной позиции для иностранных банков. При необходимости поддерживать баланс регулировалась структура активов и применялись количественные параметры, предписывающие банкам процентные соотношения вложений в иностранную и национальную валюты в структуре активов. Так же могла регулироваться и структура пассивов.

Напомним и о введении в России в конце 1998 г. в целях предотвращения расшатывания валютного рынка так называемой «нулевой валютной позиции по конверсионным операциям», которая резко ограничила спекулятивные сделки и позволила сохранить относительную стабильность на рынке в условиях кризиса (нечто похожее применялось в 2000-е годы в США, когда для предотвращения дестабилизирующего воздействия ряда фондовых операций вводились ограничения на «короткие» сделки).

Учитывая, что российская экономика уже в большой степени либерализована, основной акцент в данном круге вопросов теперь нужно сделать на разработке антикризисных механизмов, способных нейтрализовать воздействие внешних шоков.

8. Актуальны меры, стимулирующие развитие *внутреннего финансового рынка* и делающие операции на нем более привлекательными по сравнению с внешними инвестициями. Важную роль должны играть резервные требования, балансовые нормативы, налоговые рычаги, трактуемые внутренние рублевые операции как более предпочтительные по сравнению с внешними валютными ресурсами.

* * *

Очевидно, все эти задачи не могут быть решены сразу — для этого требуются и консолидированная заинтересованность участников рынка, и политическая воля, и объективные экономические условия, и многое другое. Но уже сейчас, пока экономическое положение дает нам запас прочности, нужно начинать системную работу по формированию основ устойчивого и долгосрочного развития страны, позволяющих эффективно интегрироваться в глобальную экономику и укреплять позиции национальных рынков и национального бизнеса.