

ISSN 0042-8736

Вопросы ЭКОНОМИКИ TM

www.vopreco.ru

В НОМЕРЕ :

Российская экономика в мировом контексте

Евразийский экономический союз без эмоций

Компании с государственным участием:
роль и структура собственности

Поведенческая макроэкономика:
на пути к новому синтезу?

12

2 0 1 6

СОДЕРЖАНИЕ

РОССИЯ И МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

- М. Ершов** — Механизмы роста российской экономики в условиях обострения финансовых проблем в мире 5
- П. Кадочников, А. Кнобель, С. Синельников-Мурылев** — Открытость российской экономики как источник экономического роста 26
- Е. Винокуров** — Евразийский экономический союз без эмоций 43

- А. Абрамов, А. Радыгин, М. Чернова** — Компании с государственным участием на российском рынке: структура собственности и роль в экономике 61

ВОПРОСЫ ТЕОРИИ

- А. Никифоров, О. Антипина** — Поведенческая макроэкономика: на пути к новому синтезу? 88
- К. Букин, М. Левин, Н. Шилова** — Выбор аддиктивного поведения: соблазны, риски и самоконтроль 104
- О. Малаховская** — Использование моделей DSGE для прогнозирования: есть ли перспектива? 129

К ЮБИЛЕЮ УЧЕНОГО

- С. Бобылев, В. Фальцман** — Идеи для будущего экономического роста (К 110-летию со дня рождения академика Т. С. Хачатурова) 147

- Содержание журнала «Вопросы экономики» за 2016 год 155



© НП «Вопросы экономики», 2016.

РОССИЯ И МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

М. Ершов

Механизмы роста российской экономики в условиях обострения финансовых проблем в мире

В мировой экономике по-прежнему сохраняются многие проблемы, которые отмечались нами раньше. Более того, к ним добавляются и принципиально новые. Теперь одновременно наблюдаются и низкие темпы роста экономики в большинстве стран, и рост государственного долга, и перегрев на фондовых рынках. При этом все более заметна не востребованность финансовых ресурсов в реальной экономике на фоне отрицательных процентных ставок по многим инструментам. Вновь возникают проблемы у крупнейших международных коммерческих банков. Одновременно государство оказывает все более масштабное содействие участникам экономики и стремится поддерживать развитие различных рынков.

Ключевые слова: финансовые рынки, процентные ставки, валютный курс, денежно-кредитная политика, политика центральных банков, дефицит государственного бюджета, профицит государственного бюджета.

JEL: E41, E44, E52, E58, F31, H62.

Я видел тень кучера, который
тенью щетки чистил тень кареты.

Ф. М. Достоевский.
«Братья Карамазовы»

Отрицательные процентные ставки в ряде стран, перегрев на фондовых рынках, значительные проблемы у крупных системообразующих банков (Deutsche Bank) и расширение масштаба участия государства в поддержании рынков отмечаются на фоне избытка финансовых средств (как во многих странах) или локального профицита ликвидности в банковской сфере при ее фундаментальной нехватке в целом (как в России). Все это формирует среду и набор тесно связанных проблем, с которыми сталкивается и мировая, и российская экономика. Согласно оценкам МВФ, «риски для глобальной финансовой стабильности возросли» (IMF, 2016. P. ix). В таких условиях России

Ершов Михаил Владимирович (lupandina@fief.ru), д. э. н., главный директор по финансовым исследованиям Института энергетик и финансов, проф. Финансового университета при Правительстве РФ (Москва). www.erhovm.ru.

и другим странам нужно найти пути решения стоящих перед ними проблем развития и роста.

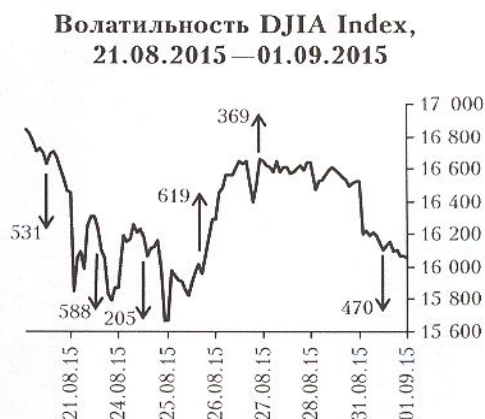
Мировая экономика: косвенные признаки серьезных проблем

Нервозность на финансовых рынках периодически усиливается, хотя и в целом она высока. Первый день открытия американских финансовых рынков в начале 2016 г. — как правило, он демонстрирует настроения инвесторов, а потому привлекает большое внимание, — был отмечен самым масштабным падением за более чем 80 лет (рис. 1). Значительный спад наблюдался и на других мировых фондовых рынках. Напряженные настроения начала года сохранялись и в последующем. В отдельные периоды волатильность фондового рынка США была крайне высокой (рис. 2).



Источник: Bloomberg.

Рис. 1



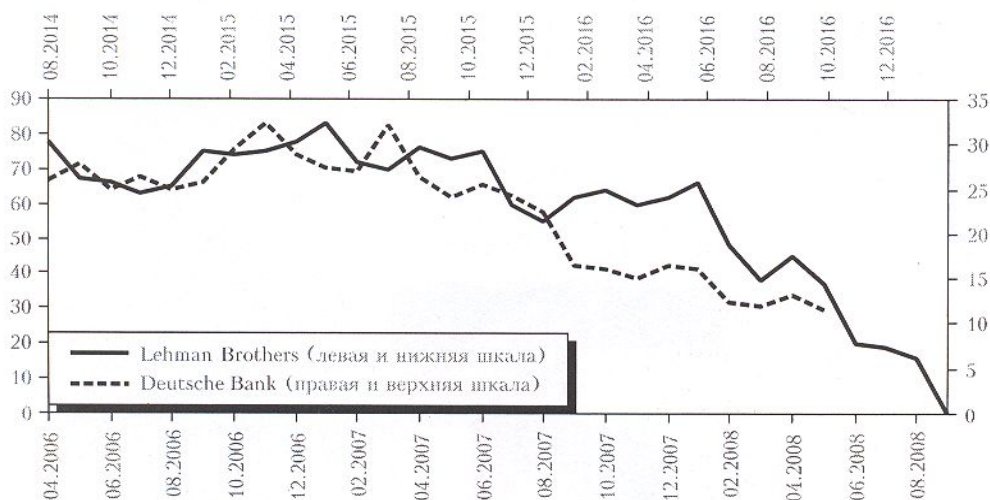
Источник: Bloomberg.

Рис. 2

Неустойчиво чувствуют себя банки: котировки их акций также снижаются с начала года. Особую тревогу вызывает положение одного из крупнейших системообразующих банков мира — Deutsche Bank, недостаток капитала которого оценивается на уровне 19 млрд евро (согласно стресс-тестированию, проведенному для 51 европейского банка по методологии ФРС). При этом разрыв в его капитале превышает объем всей рыночной капитализации банка. Настораживает и само снижение котировок Deutsche Bank, динамика которого подозрительно напоминает падение котировок Lehman Brothers в преддверии последнего масштабного финансового кризиса (рис. 3). Причем в отдельные дни они падали на 7–8%. В целом, по оценкам бывшего министра финансов США Л. Саммерса, сейчас банки на Wall Street имеют не меньшие риски, чем до кризиса 2008 г.¹

¹ <http://www.wsj.com/articles/new-laws-havent-made-big-banks-safer-paper-by-lawrence-summers-says-1473912062>.

Курс акций Deutsche Bank и Lehman Brothers (долл.)

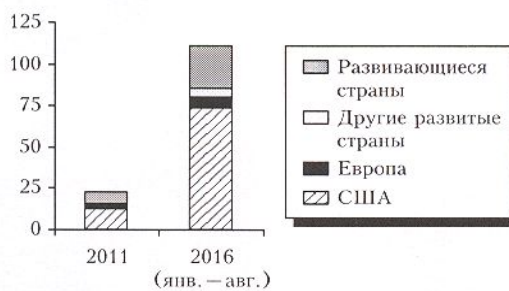


Источник: Bloomberg.

Рис. 3

В январе 2016 г. эксперты международного банка UBS заявили о возможности падения фондового показателя S&P500 на 20–30% в течение года. По их мнению, возможен резкий рост волатильности активов в ближайшие годы. Эксперты банка Societe Generale прогнозируют падение американских фондовых индексов более чем на 75%. Многие эксперты считают, что падение рынков может превысить 50%, и наступление такого кризиса — лишь дело времени, поскольку фундаментальные диспропорции не устраняются, а только обостряются. По мнению ряда известных финансистов, например Дж. Бервика, «мы очень близки к следующему кризисному коллапсу»². США находятся на пороге «катастрофического экономического кризиса, гораздо худшего, чем кризис 2008 г.», согласно Р. Полу³. Эксперты Bank of America считают, что не исключен наихудший в истории цикл с дефолтами⁴. Действительно, в 2016 г. наблюдаются масштабные корпоративные дефолты (рис. 4).

Мир: корпоративные дефолты по регионам (количество организаций)



Источник: S&P.

Рис. 4

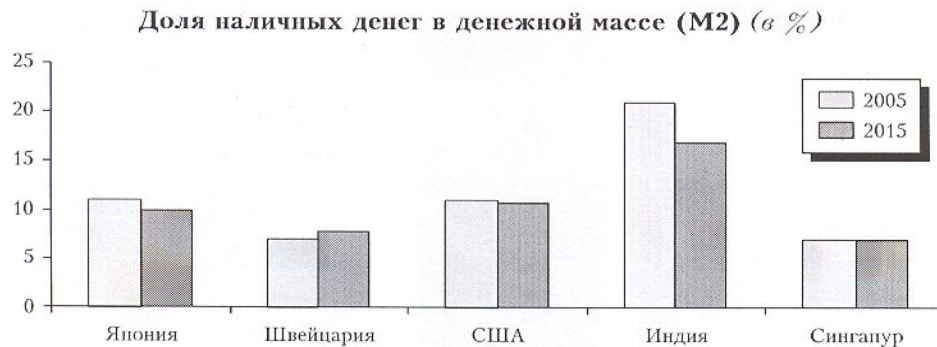
² <https://www.futuremoneytrends.com/trend-videos/interviews/vigilant-major-calamity-sept-2015-jeff-berwick-interview>.

³ <http://www.wsj.com/articles/ron-paul-ads-warn-of-financial-crisis-1432245027>.

⁴ <http://www.cbsnews.com/news/trouble-brews-in-the-bond-market/>.

О «подушках безопасности»

Нервозность рынка проявляется и в увеличении доли наличных средств в операциях экономических субъектов. Не желая рисковать при работе с инструментами финансового рынка, его участники предпочитают «отсиживаться» в наличных деньгах. Даже средства, которые были получены американскими банками в рамках антикризисных мер в последние годы от регулятора, в значительной мере были оставлены на счетах в ФРС (Ершов, 2015). В результате сохраняется значительная доля наличных денег в денежной массе (хотя в ряде стран, в первую очередь Скандинавских, проводится политика снижения доли наличных денег в экономике) (рис. 5).



Источник: по данным центральных банков соответствующих стран.

Рис. 5

Похожая ситуация с ростом доли наличных средств сложилась и в реальном секторе США (в среднем их доля в активах превысила 10%). Сейчас этому способствуют и отрицательные ставки в финансовых системах ряда стран (подробнее см. ниже.), что также повышает относительную привлекательность наличных денег (рис. 6).

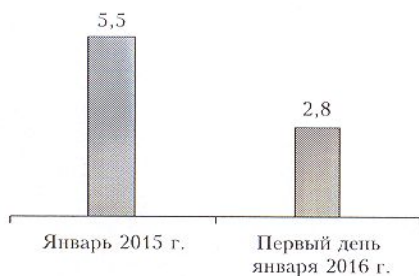
Общая неуверенность инвесторов проявляется в устойчивом спросе на золото (и серебро) в качестве важных страховых активов. Объем операций покупки/продажи только за *первый рабочий день* января



Источник: J.P. Morgan.

Рис. 6

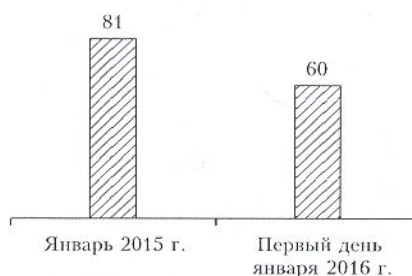
США: покупка серебра
(млн унций)



Источник: по данным Bloomberg.

Рис. 7

США: покупка золота
(тыс. унций)



Источник: по данным Bloomberg.

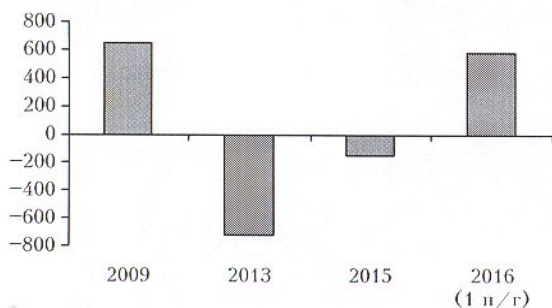
Рис. 8

2016 г. составил 50–80% всего объема реализованного золота и серебра за *один месяц* годом ранее — в январе 2015 г. (рис. 7–8). Спрос на золото со стороны биржевых инвестиционных фондов (ETF) к середине 2016 г. достиг значений, которые отмечались в ходе последнего финансового кризиса (рис. 9).

Если нынешний тренд роста котировок золота сохранится, то потенциал повышения его цены может быть достаточно высоким. При этом если предположить, что в настоящее время рост цен по продолжительности будет таким же, как в период наиболее длительного «бычьего» рынка, который наблюдался в 2001–2011 гг., то рост цен на золото может продолжаться по меньшей мере 5–7 лет.

Под влиянием растущей неопределенности в мире, несмотря на политическое противодействие, ряд стран начинают возвращать свои золотые запасы, которые ранее размещались в других государствах, в первую очередь в США. Так, Германия возвращает свои золотые запасы из США и Франции: в 2013–2015 гг. она вернула около 370 т золота, или почти 55% объема его хранения в этих странах. Нидерланды вернули 120 т золота из США; Австрия вывезла свое золото из Великобритании. В результате объем золота в хранилищах США в последние годы устойчиво сокращается (рис. 10).

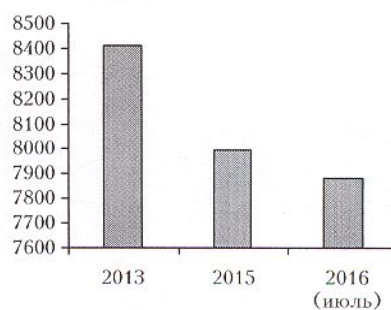
Спрос на золото со стороны биржевых инвестиционных фондов (ETF) (т)



Источник: по данным Bloomberg.

Рис. 9

Объем золота в хранилищах ФРС (т)

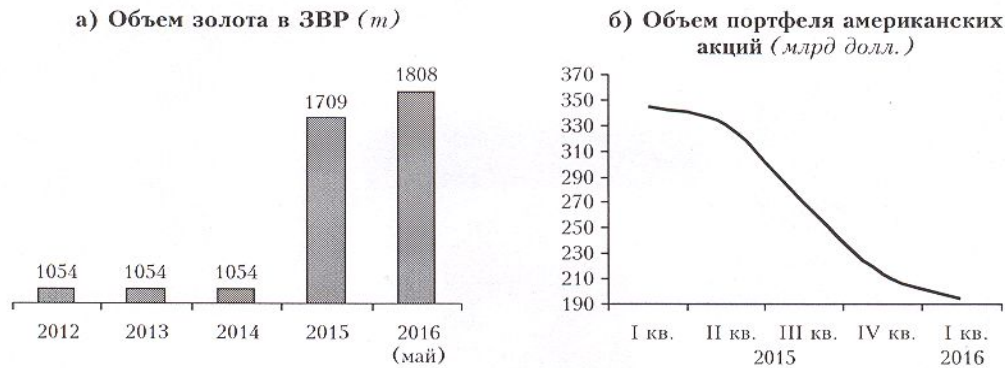


Источник: US Federal Reserve.

Рис. 10

Отметим резкую активизацию покупок золота Китаем, который в июне 2015 г. нарастил свои золотые запасы более чем на 50% (рис. 11а). Кроме того, он уменьшает свой портфель американских акций (рис. 11б).

Китай: золото в ЗВР и американские акции

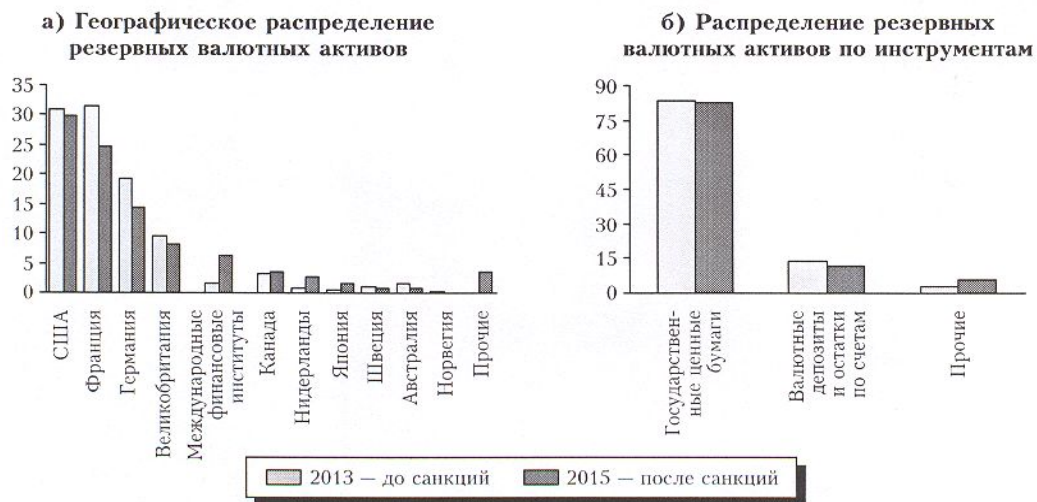


Источник: Казначейство США.

Рис. 11

У России 30% международных резервов вложено в американские инструменты. Однако и до введения санкций, и после картина принципиально не изменилась (рис. 12). Более того, после введения санкций против России объем российских вложений в американские казначейские обязательства снизился, но затем вновь возрос (рис. 13). Вызывает удивление, что спустя полтора года с момента введения санкций против России более 90% российских международных резервов по-прежнему вложено в активы стран, которые эти санкции ввели.

Размещение резервов России: до и после санкций (в %)



Источники: годовые отчеты ЦБ РФ за 2013 и 2015 гг.

Рис. 12

Такая политика, очевидно, сопряжена с рисками. Согласно мнению бывшего председателя Банка Англии М. Кинга, Китай и другие страны не хотят оказаться в ситуации, когда их международные активы будут зависеть от положения в США. «Если произойдут серьезные обострения, все китайские активы могут быть аннулированы» (курсив мой. — М. Е.) (King, 2016). Аналогичные риски возникают и для других стран, размещающих свои резервы в США или в странах — их партнерах.

Действительно, к подобным «конфискационным» методам США не раз прибегали в прошлом. В частности, в последние годы замораживались средства, размещенные в США рядом стран Арабского Востока. Также можно напомнить о блокировании средств даже стран — союзников США (!), размещенных в американских банках, во время Второй мировой войны.

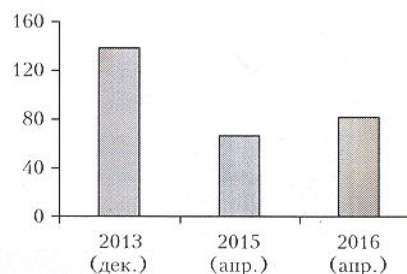
Не следует забывать и о фактическом дефолте США и об их неплатежах по долгосрочным обязательствам в связи с крахом Бреттон-Вудской системы в 1971 г. Существовавшие до этого механизмы предполагали, в частности, обмен долларов на золото. Однако, когда ряд стран (в первую очередь Франция и Великобритания) решили воспользоваться этим правом и предъявили свои долларовые авуары для обмена на золото, их требования не были удовлетворены, поскольку более 70% долларов уже не имело золотого обеспечения. Другими словами, все, кто когда-то обменял свое золото на доллары, а потом захотел получить его обратно, сделать этого по ранее оговоренной цене уже не могли. Причем США нарушили указанные многосторонние соглашения в одностороннем порядке.

Здесь важен еще один вопрос. Любая страна, не выполнившая своих обязательств, должна каким-то образом впоследствии свои долги погасить. Это практикуется не только применительно к современной ситуации (Лондонский и Парижский клубы и т. д.), но и к обязательствам гораздо более раннего периода. Примером могут служить недавние попытки предъявить претензии к России по ее долгам, возникшим до 1917 г. Аналогично, вполне оправданно было бы оценить размер потерь всех стран, которые имели доллары к 1971 г. и для которых пересмотр «правил игры» означал серьезные убытки, и поставить на повестку дня вопрос о механизмах возможной компенсации. Это могло бы касаться и частных долларовых вкладчиков, которые столкнулись с невыполнением обязательств по американской валюте.

Возросшая роль регуляторов в ведущих странах

Несмотря на беспрецедентные масштабы монетарной и фискальной поддержки, американская экономика демонстрирует самые низкие темпы роста за последние 50 лет. Усиливаются диспропорции между финансовым и реальным секторами. Так, за последние 30 лет номинальный ВВП США вырос примерно в 4 раза, а баланс ФРС — в 23 раза, стоимость нефинансовых корпораций США — в 14 раз

Вложения России в американские казначейские облигации (млрд долл.)



Источник: US Treasury.

Рис. 13

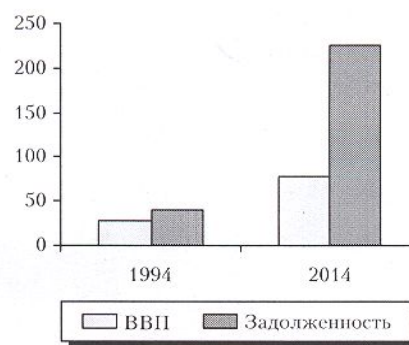
США: рост отдельных финансово-экономических показателей, 1986–2015 гг. (раз)



Источники: рассчитано по данным ФРС США, US BEA.

Рис. 14

Объем мирового ВВП и совокупной задолженности (трлн долл.)



Источники: IMF; McKinsey.

Рис. 15

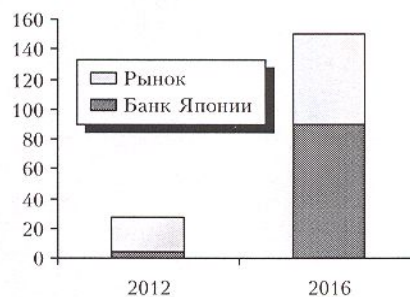
(рис. 14). Аналогично, глобальный долг вырос намного больше, чем мировой ВВП (рис. 15).

В таких условиях ведущие центральные банки продолжают оказывать беспрецедентную по объему помощь своим финансовым системам с целью стимулировать экономический рост. «Мы намерены использовать все имеющиеся инструменты денежной, фискальной и структурной политики как для отдельных стран, так и для групп государств, чтобы достичь нашей цели сильного, устойчивого и сбалансированного роста», — говорится в сентябрьской резолюции стран «большой двадцатки»⁵.

Финансовые регуляторы начали активно поддерживать фондовые рынки и, как следствие, отдельных корпоративных участников своей экономики. В частности, Банк Японии и Государственный пенсионный фонд Японии для стимулирования рынка активно покупают акции, в результате указанные госструктуры стали крупнейшими владельцами акций 474 японских компаний (рис. 16).

Банк Японии и раньше оказывал масштабное содействие корпоративному сектору. Так, четыре года назад глава Банка Японии М. Сиракава озвучил намерение ЦБ продолжить «мощное денежное смягчение, сохраняя нулевые уровни процентных ставок и увеличивая покупку активов (причем и рискованных инструментов частного сектора),

Участие Банка Японии в акциях биржевых инвестиционных фондов (ETF) (млрд долл.)



Источники: рассчитано по данным WSJ.

Рис. 16

⁵ G20 Leaders' Communique Hangzhou Summit. Hangzhou, 4–5 September 2016.

что является исключительно необычной практикой для центрального банка» (Shirakawa, 2012). Однако сейчас его участие еще больше возросло.

ЕЦБ также покупает долговые обязательства частного сектора, причем не очень заботясь об их надежности, а частные компании фактически выпускают долговые бумаги, заранее зная, что их купит ЕЦБ. После расширения мер количественного смягчения ЕЦБ на рынке не остается требуемого качества облигаций, которые он мог бы покупать. Портфель государственного долга ЕЦБ в настоящее время составляет 1 трлн евро. Поэтому многие считают, что он неизбежно начнет покупать акции компаний. По оценкам Всемирного банка, объем капитализации европейских компаний превышает 6 трлн долл., что позволит ЕЦБ проводить такие операции.

Отметим, что на рынке акций участвует и Центральный банк Швейцарии, в резервах которого на их долю приходится примерно 20%. После референдума о выходе из ЕС Банк Англии также расширил стимулирующие меры, увеличив объем действующей программы количественного смягчения до 435 млрд ф. ст., а объем вливаний — еще на 10 млрд в рамках программы покупки корпоративных облигаций системно значимых компаний (примерно 300 компаний).

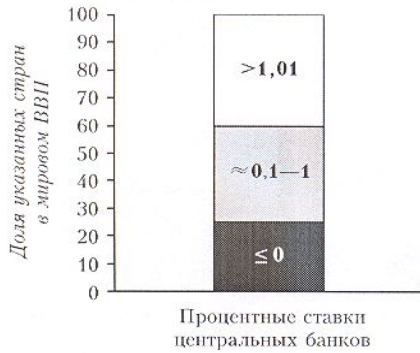
Другими словами, центральные банки не просто помогают частному сектору своих стран, опираясь на традиционные меры поддержки — процентные ставки, кредитование, нормы резервирования и др. Речь нередко идет о прямой поддержке регуляторами финансового рынка и частных компаний путем финансового участия в их деятельности. Более того, по сути, игнорируется принцип «равного отношения» к участникам со стороны регуляторов, поскольку при покупке акций и облигаций предпочтение отдается конкретным предприятиям/компаниям. Причем то, что раньше считалось разовыми и/или чрезвычайными мерами, теперь, похоже, приобретает системный характер.

Сверхмягкая политика процентных ставок в мире привела к тому, что в настоящее время уже в 23 странах, на которые приходится 25% мирового ВВП, процентные ставки центральных банков установлены на уровне около 0 (рис. 17). Объем облигаций с отрицательной доходностью составляет около 14 трлн долл. (рис. 18). В последнее время доходность на финансовом рынке еще сильнее снизилась. Во многих странах доля госдолга с отрицательной доходностью начинает доминировать в его общем объеме (рис. 19–20).

Указанные проблемы, по-видимому, будут сохраняться в течение ряда лет из-за масштабов государственного долга и необходимости его финансировать во многих странах. Ситуация приобретает еще более критический характер, если учитывать так называемые необеспеченные обязательства (не имеющие обеспечения какими-либо активами) (рис. 21).

В настоящее время для мирового рынка в целом характерны масштабные долги, отрицательная доходность по активам, отрицательные ставки по депозитам, большая государственная поддержка вплоть до участия государства на фондовых рынках с целью не допус-

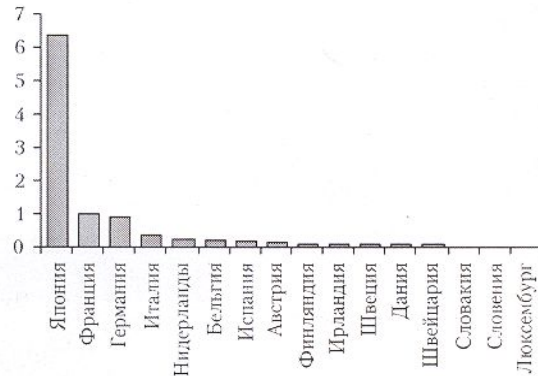
Доля стран в мировом ВВП с нулевыми (и ниже) процентными ставками, июль 2016 г. (в %)



Источники: рассчитано по данным IMF, Bloomberg.

Рис. 17

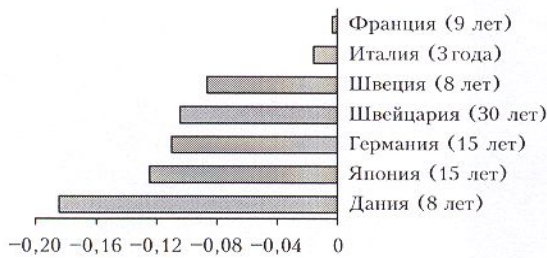
Облигации с отрицательной доходностью по странам (трлн долл.)



Источник: Bloomberg.

Рис. 18

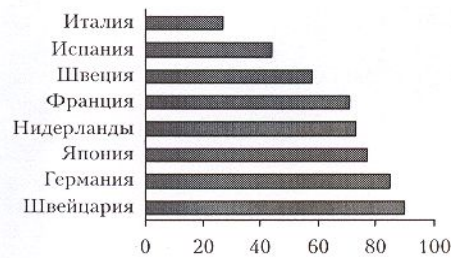
Отрицательная доходность гособлигаций, июль 2016 г. (в %)



Источник: BIS.

Рис. 19

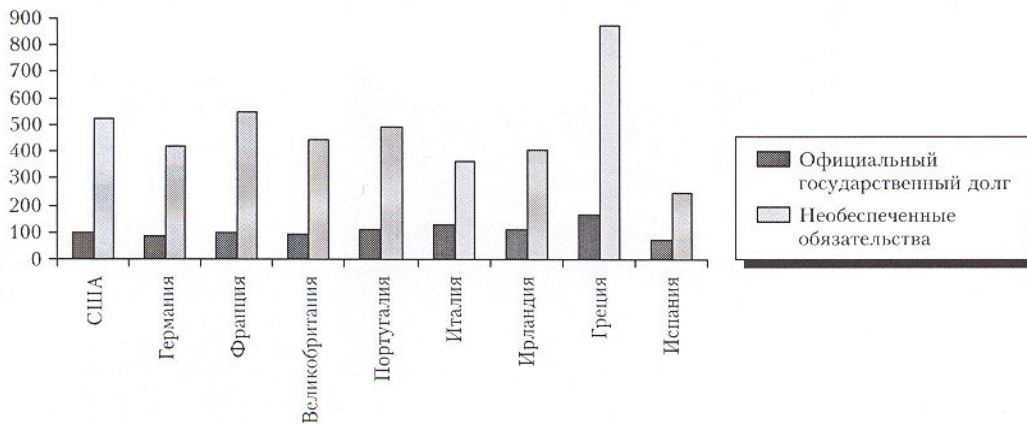
Доля госдолга, торгуемая с отрицательной доходностью (в %)



Источник: ОЭСР.

Рис. 20

Государственный долг и необеспеченные обязательства (в % ВВП)



Источник: ОЭСР.

Рис. 21

титель снижения котировок (даже невзирая на возникающий конфликт интересов). При этом, несмотря на беспрецедентные и радикальные меры поддержки, в ведущих странах наблюдается минимальный экономический рост.

В целом довольно странно выглядят механизмы регулирования глобальной экономики ее новейшего образца. И довольно странная «эффективность» (или, точнее, ее отсутствие) всего сделанного. Но хотелось бы надеяться, что у современных регуляторов и у экономики все-таки остаются возможности для формирования реальных точек опоры своего развития и до столь высокого уровня иллюзорности взаимодействия, как в приведенном нами эпиграфе к статье, ситуация в целом еще не дошла.

О России: как уменьшить риски и ускорить рост

После введения санкций российский финансовый сектор переориентировался с преобладавших на рынке внешних источников фондирования на внутренние, что в целом уменьшило возможности переноса внешних рисков на российскую экономику. В условиях глобальной неопределенности и высоких рисков для российской экономики тем более необходимы внутренние механизмы и рычаги, формирующие запас прочности для развития нашей страны в условиях обострения глобальных проблем. Однако в России проводится политика, которая не позволяет в полной мере реализовать потенциал экономического роста. В России «жесткая фискальная и денежно-кредитная политика также сдерживает экономический рост», — считает Всемирный банк (World Bank, 2016. P. 110).

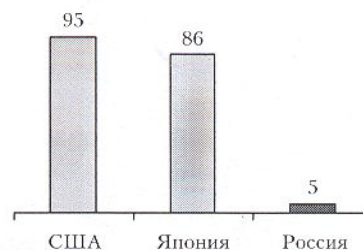
Роль денежно-кредитных механизмов в решении бюджетных проблем

Возникновение дефицита госбюджета делает необходимым поиск механизмов его финансирования. В последнее время дефицит финансируется в том числе посредством эмиссии госбумаг, причем используются и длинные госбумаги (до 30 лет). Также рассматривается возможность повысить налоги для отдельных участников ТЭК.

Однако финансирование дефицита за счет средств вторичного рынка вызовет лишь отток финансовых ресурсов с этого рынка и ухудшит его ресурсообеспеченность, приводя в итоге к росту процентных ставок. При этом проблему финансирования дефицита можно эффективно решать *без ущерба для отдельных отраслей*, разместив гособлигации с участием ЦБ в качестве покупателя (как это многие годы происходит в наиболее зрелых финансовых системах мира). Покупка госбумаг Банком России способствовала бы сохранению ликвидности на рынке, расширению рынка госбумаг, направлению средств на реализацию приоритетных для экономики проектов. Указанные механизмы также не приведут к росту процентных ставок.

Такие механизмы успешно применяются в последние десятилетия в США и Японии. В этих странах на госбумаги приходится 80–90% всей эмиссии (денежной базы) национальной валюты, то есть все деньги, которые у них есть сейчас, на 90% созданы под бюджетные приоритеты. Доля российских госбумаг в эмиссии рубля составляет менее 5% (2015 г.) (рис. 22). Отметим также, что основная часть госбумаг (более 60%) в США и Японии долгосрочные (от 5 и до 30 лет в США и до 40 лет в Японии).

Доля госбумаг в эмиссии национальных валют ряда стран (в %)



Источники: по данным центральных банков соответствующих стран.

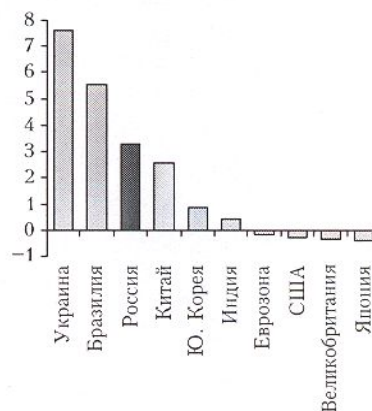
Рис. 22

О профиците ликвидности

По данным ЦБ РФ, «несмотря на приток бюджетных средств в банки, банковский сектор по-прежнему находился в ситуации структурного дефицита ликвидности» (Банк России, 2016а. С. 7). При этом в условиях, когда экономическая активность тормозится, в России начинает складываться *структурный профицит ликвидности*, когда имеющиеся свободные средства не направляются в экономику и не востребованы в ней. Причины такого профицита связаны не только с расходованием средств Резервного фонда, как обычно утверждают. Его возникновение объясняется также запретительно высоким уровнем процентных ставок (рис. 23) и существенным сокращением внутреннего спроса (в том числе из-за девальвации рубля), что делает средства маловостребованными либо труднодоступными (либо и то и другое) для населения и бизнеса.

При этом вызывает вопросы оценка ЦБ РФ, когда он подчеркивает, что «чем выше дефицит, тем жестче денежно-кредитная политика», и «когда мы видим дефицит бюджета, финансирование через резервные фонды, избыток ликвидности, ЦБ должен либо абсорбировать эту ликвидность, либо держать высокие процентные ставки»⁶. Укажем, однако, что во многих ведущих экономиках наблюдается обратная картина: устойчивый бюджетный дефицит сопровождается минимальными значениями

Реальные основные процентные ставки центральных банков, август 2016 г. (в %)

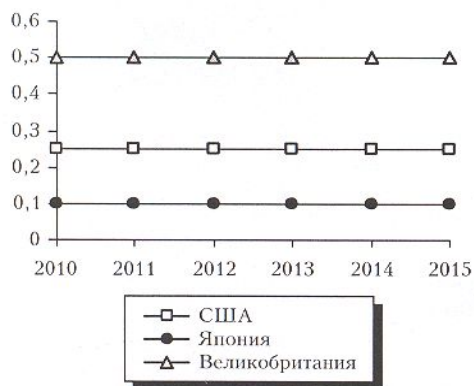


Источники: по данным центральных банков соответствующих стран.

Рис. 23

⁶ <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/06/16/645589-defitsita-byudzheta>.

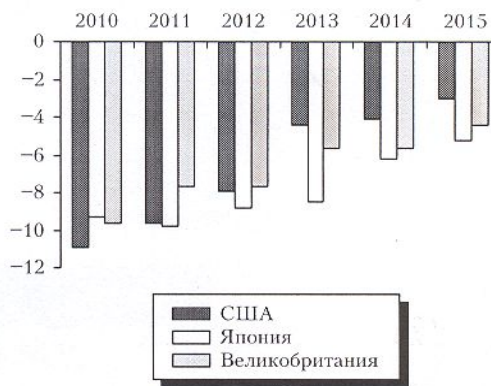
Процентные ставки
центральных банков (в %)



Источники: данные национальной статистики; МВФ.

Рис. 24

Дефицит государственных
бюджетов (в % ВВП)



Источники: данные национальной статистики; МВФ.

Рис. 25

процентных ставок (рис. 24–25) с целью создать более благоприятные условия для участников экономики, обеспечивая тем самым дополнительные возможности для экономического роста. Причем, несмотря на устойчивый бюджетный дефицит в последние 10–15 лет, процентные ставки в этих странах были существенно снижены.

Российские банки также ограничены в своих возможностях увеличить объем кредитования предприятий нефинансового сектора. К этому приводят и высокие процентные ставки, и часто отмечающееся отсутствие качественных новых проектов, или даже нежелание самих предприятий брать кредиты. В результате финансовые ресурсы часто не доходят до реального сектора.

В таких условиях Банк России обеспокоен уменьшением структурного дефицита ликвидности в банковском секторе и возникновением ее профицита и принимает меры, направленные на абсорбирование избыточной ликвидности посредством таких механизмов, как депозиты в ЦБ, а также облигации Банка России (Банк России, 2016b. С. 30). Получается, что вместо того чтобы содействовать нормализации ситуации с уменьшением нехватки ликвидности, ЦБ, напротив, этот процесс намерен сдерживать. Более того, вместо того, чтобы создавать условия для направления свободных средств на приоритетные цели в экономике, Банк России, по сути, будет стерилизовать и выводить средства из экономики, замыкая их в финансовой сфере.

С аналогичной ситуацией российская экономика сталкивалась и в прошлом, когда во второй половине 1990-х годов бурно рос рынок ГКО (государственных краткосрочных облигаций), на котором обращались большие объемы финансовых ресурсов. При этом в остальной экономике уровень монетизации был одним из самых низких в мире ($M2/ВВП$) — около 10%. Повсеместно наблюдались неплатежи, использование бартера и квазиденег, а процентные ставки находились на запредельно высоких уровнях. Это еще больше подчеркивает необходимость создавать механизмы, позволяющие направлять финансовые ресурсы в экономику. В противном случае деньги будут оставаться в сферах, где им комфортно.

Похожая ситуация сложилась и в других странах. Однако там для стимулирования кредитования, оживления экономики и доведения финансовых ресурсов до реального сектора применяется широкий набор мер. В частности, центральные банки снижают процентные ставки до минимальных значений, нередко — до уровня ниже инфляции, а для повышения предсказуемости на рынке объявляют ставку заранее на несколько лет вперед (в США и ЕС). Что касается поступления средств в реальный сектор, то укажем, что в текущем году ЕЦБ даже установил отрицательные ставки по своим длинным механизмам рефинансирования (TLTRO, сроком на 4 года), если коммерческие банки направляют средства в реальный сектор.

Это, по сути, означает, что не банки платят регулятору за взятые у него средства на рефинансирование, а, наоборот, регулятор доплачивает банкам при направлении ими средств в реальный сектор на обозначенные цели. В Великобритании продолжает действовать программа Funding for lending, направленная на удешевление кредитования нефинансовых секторов экономики. В соответствии с ней средства предоставляются реальному сектору по ставке ниже рыночной и на длительный период. Наверное, следовало бы подумать о том, в какой мере подобные подходы можно применять в России.

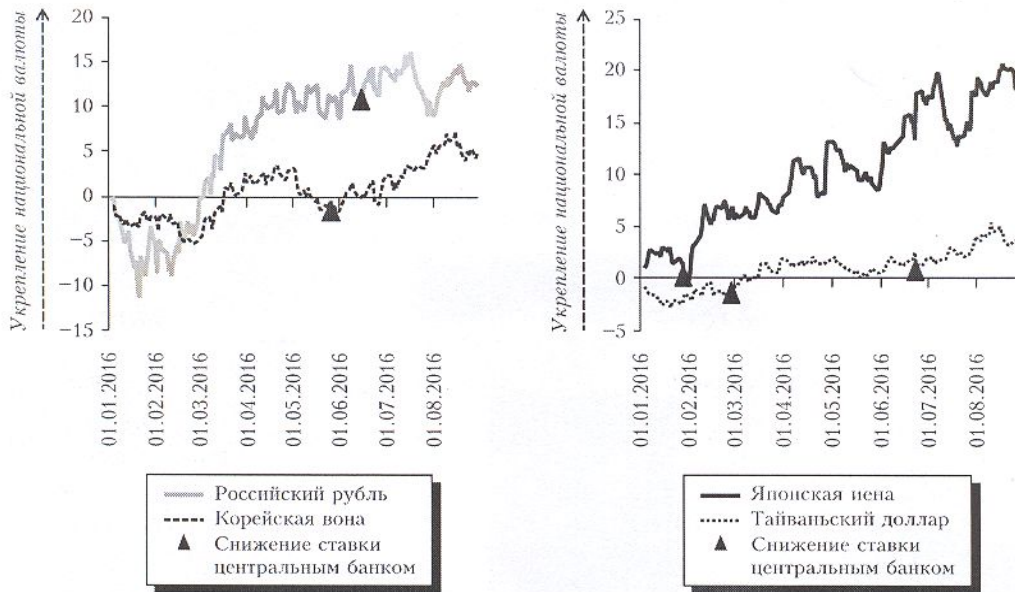
Хотя в странах зоны евро отмечается низкая инфляция, она не служит достаточным стимулом для роста экономики, и регуляторам приходится использовать дополнительные рычаги (и даже «доплачивать» инвесторам), чтобы подтолкнуть их к инвестициям в реальный сектор.

При этом в странах как с высокой, так и с низкой инфляцией снижение процентной ставки одинаково расширяет возможности развития бизнеса. Таким образом, довод, что в российской экономике с более высокой инфляцией этот механизм не следует использовать, представляется некорректным.

В этой связи, очевидно, показательны примеры, демонстрирующие, как экономика реагирует на снижение ставок. Эта реакция, как правило, позитивная. Хотя доходность инвесторов в соответствующих валютах (депозиты и др.) может снижаться, валюты тем не менее часто укрепляются (а не обесцениваются, как следует из теоретических доводов в учебниках). Как видно на рисунке 26, ряд валют устойчиво укреплялись вслед за снижением процентных ставок центральными банками соответствующих стран. Более того, в России, по крайней мере после четырех снижений ключевой ставки Банком России в 2015 г., рубль некоторое время дорожал (рис. 27) и лишь потом под воздействием иных факторов возвращался к прежним уровням.

Это вполне объяснимо, поскольку снижение процентных ставок расширяет возможности для роста экономики, который, в свою очередь, предполагает необходимость ее финансирования. В результате ожидается рост спроса на национальную валюту и, как следствие, ее укрепление (рис. 28). Другими словами, возникающий позитивный эффект экономического роста перевешивает в общеэкономическом смысле формируемые при этом инфляционные риски.

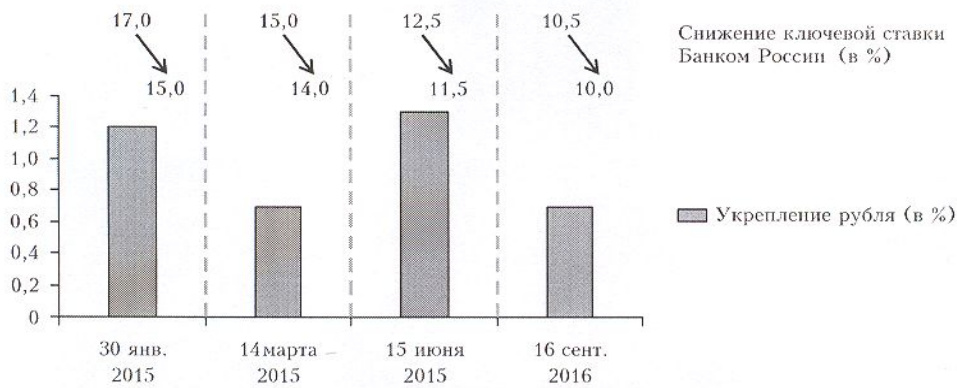
**Удорожание национальных валют при снижении процентных ставок
центральными банками (к 01.01.2016, в %)**



Источники: Bloomberg; центральные банки соответствующих стран.

Рис. 26

**Удорожание рубля к доллару после объявления ЦБ РФ
о снижении ключевой ставки**



Источники: рассчитано по данным ЦБ РФ и Bloomberg.

Рис. 27

**Взаимосвязь процентных ставок,
роста экономики и валютного курса**

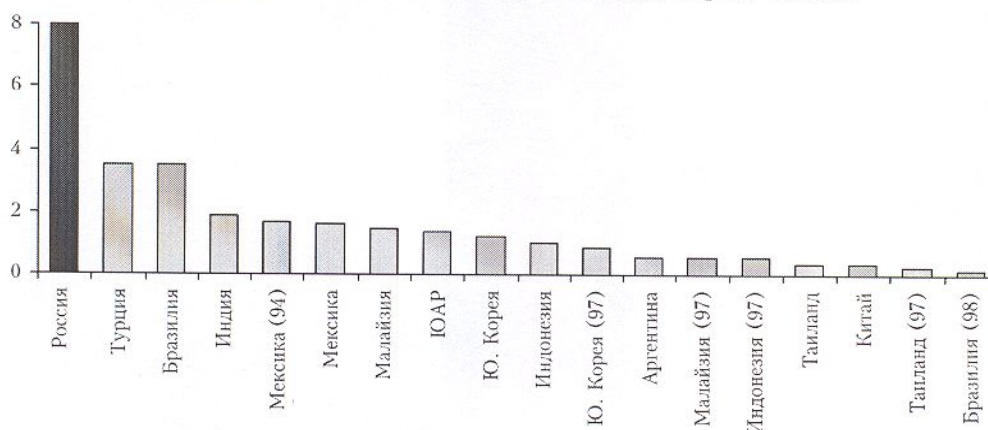


Рис. 28

Как уменьшить волатильность валютного курса рубля?

Много проблем и в валютной сфере. Согласно опросу РСПП (февраль 2016 г.), больше всего респондентов (45%) главной проблемой развития бизнеса назвали снижение курса рубля и валютную нестабильность. Это касается в том числе и компаний-экспортеров. Так, по оценкам ЦБ РФ, несмотря на рост рублевой прибыли компаний от экспортной деятельности, убытки по курсовым разницам от переоценки валютного долга могут иметь в целом негативный эффект (в том числе привести к формированию отрицательной величины собственного капитала) (Банк России, 2016с. С. 16). Действительно, уровень волатильности российского рубля был одним из самых высоких (рис. 29), что существенно осложнило планирование, осуществление инвестиций и ведение текущей деятельности компаний в целом. При этом регулятор, как представляется, располагает необходимыми рычагами для нормализации положения.

Волатильность валютных курсов в ряде стран, 2015 г.*



* Стандартное отклонение ежедневного изменения курса национальной валюты к доллару США. В скобках рядом со странами указаны другие годы.

Источник: ЕЦБ.

Рис. 29

Опросы, проведенные Банком России, свидетельствуют о необходимости укрепления рубля. Почти 45% опрошенных им промышленных предприятий считают оптимальным валютный курс в диапазоне от 45 до 50 руб./долл. ЦБ РФ подчеркивает: «Большинство респондентов высказали заинтересованность в крепком и устойчивом курсе национальной валюты... По мнению респондентов, крепкий рубль позволил бы провести модернизацию производства за счет приобретения импортного оборудования, снизить себестоимость продукции и повысить ее конкурентоспособность на внешних рынках» (Банк России, 2016d. С. 46).

Переход Банка России к политике свободного курсообразования рубля был достаточно рискованным и сопряженным с риском усиления курсовой нестабильности, что привело к потере доверия к рублю.

Для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение стабильного реального курса рубля. Напомним, что международные резервы РФ по-прежнему превышают денежную базу рубля более чем в два раза, что позволяет установить такой уровень его валютного курса, который регуляторы считают целесообразным для решения задач, стоящих перед экономикой.

Но для обеспечения стабильности на валютном рынке масштабное вмешательство регулятора может и не потребоваться (такие опасения иногда высказывают). Необходимо лишь четко донести видение и понимание ЦБ характера развития валютного рынка до его участников, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а содействовать вместе с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов, предоставляемых промышленным предприятиям.

При этом часто задают вопрос: сколько нужно потратить резервов, чтобы стабилизировать курс рубля? Представляется, что очень мало. Достаточно одного-двух реальных выходов регулятора на рынок. Как только он покажет свое присутствие на деле и обозначит свои предпочтения, рынок перестроится и будет действовать в соответствии с ними.

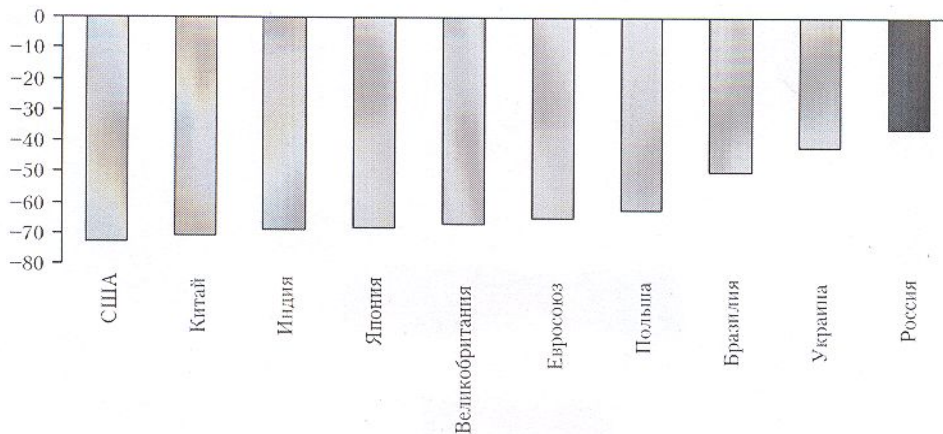
Когда говорят, что рынок играет против регулятора, это, по сути, означает, что он играет себе в убыток. Рынок не может переиграть регулятора, учитывая рычаги и возможности последнего (особенно принимая во внимание возможности одномоментного выхода регулятора со своими ресурсами на рынок, что не могут в такой же мере сделать рыночные игроки даже при условии скоординированных действий ведущих участников). Рыночные игроки могут доминировать, только когда регулятор самоустранился и его нет на рынке.

Чтобы не допустить неоправданного перетока средств в валютные активы, требуются меры, которые сделают рублевые операции более привлекательными по сравнению с валютными (по опыту других стран, в частности, Швейцарии и Японии). Они также должны предусматривать использование более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями, — норм резервирования, достаточности капитала и др.

Действительно, масштабная девальвация рубля заметно расширила доходную часть российского бюджета. Она способствовала укреплению положения российского нефтяного сектора, существенно смягчив для него негативные эффекты от падения цен на нефть. По сравнению с другими странами, где были девальвированы валюты, в России рубль обесценился сильнее, что создало для российского экспортного сектора более благоприятные условия, чем для остальной экономики (рис. 30).

Слабый рубль обеспечивает определенные преимущества для производств, ориентированных на внешние рынки. Однако, учитывая сильную зависимость российских предприятий от иностранных комплектующих и импортного оборудования, преимущества от девальвации рубля в первую очередь получают отрасли с невысокой импортной составляющей, а также экспортоориентированные отрасли,

Изменение цены нефти Brent в национальных валютах за период с 30 июня 2014 по 20 января 2016 г. (в %)



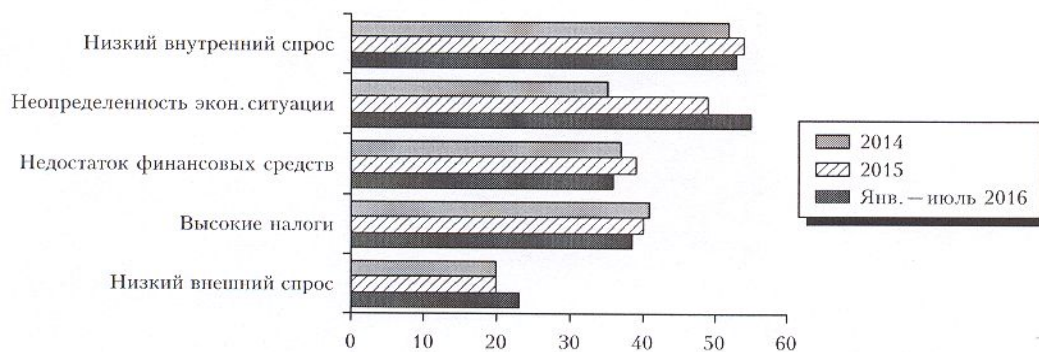
Источники: Bloomberg; Nomura.

Рис. 30

производящие продукцию низкой степени переработки. Это тормозит диверсификацию российской экономики, сохраняя ее сырьевую направленность.

Вместе с тем слабый рубль имеет значимые негативные последствия для развития страны. В частности, он усиливает сырьевую ориентацию экономики, укрепляет недоверие к национальной валюте, приводит к оттоку капитала из страны, повышает уровень инфляции. Для всех стран слабая национальная валюта снижает и эффективность привлечения иностранных инвестиций, и стоимость национальных активов (в том числе обостряется проблема залогового обеспечения — margin calls), увеличивает платежи по обслуживанию внешнего долга, сокращает внутренний спрос. Отметим, что в опросе Банка России именно снижение внутреннего спроса названо важным препятствием для роста (рис. 31).

Факторы, ограничивающие рост производства в обрабатывающих отраслях (% респондентов)

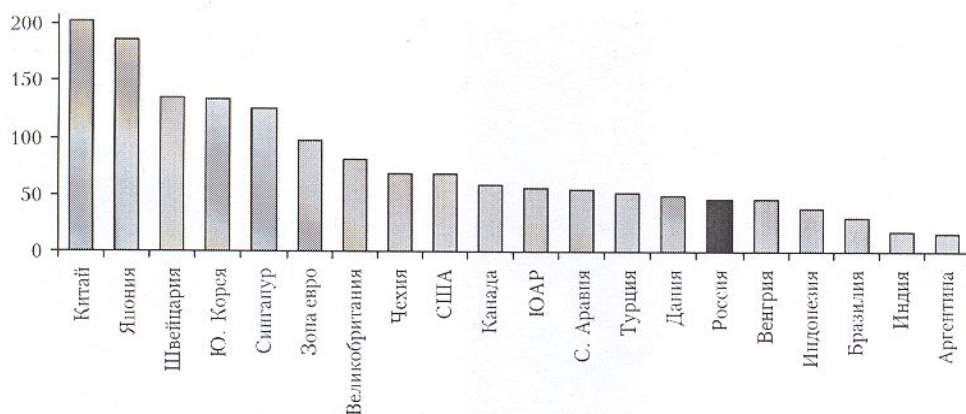


Источник: Банк России, 2016г. С. 34.

Рис. 31

При этом Банк России подчеркивал, что «слабый внутренний спрос будет основным фактором снижения инфляции в 2016–2017 годах» (Банк России, 2016f. С. 3). Неужели регулятор ради борьбы с инфляцией готов ухудшить параметры уровня жизни населения? Конечно, если уменьшить спрос и покупки товаров и услуг в экономике, то инфляция снизится. Но насколько оправдана такая политика? Как уже говорилось, сохранение на высоком уровне процентных ставок сокращает спрос на деньги со стороны экономики и тормозит увеличение монетизации (отношение М2/ВВП остается довольно низким по сравнению с другими странами, рис. 32).

Монетизация экономики ряда стран (М2/ВВП), 2014–2015 гг. (в %)



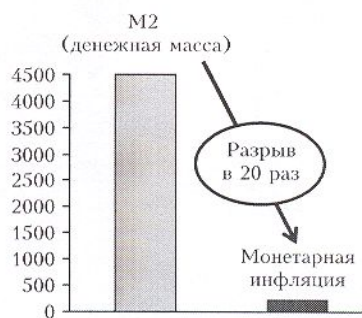
Источники: данные МВФ и национальной статистики.

Рис. 32

В свою очередь, дефицит денег обуславливает их дороговизну, создавая тем самым благоприятные условия для высоких ставок. Получается своего рода замкнутый круг, в котором взаимно усиливается воздействие параметров указанной связи друг на друга. Разорвать эту связь можно, либо снижая ставки, либо увеличивая количество денег в экономике. Возникающие при этом инфляционные риски (о чем часто говорят противники снижения ставок и роста монетизации) должны рассматриваться с точки зрения фактического положения в российской экономике.

Так, суммарный прирост денежной массы в РФ за 2000–2015 гг. многократно превысил размер суммарной инфляции. Учитывая немонетарную долю инфляции в ее общей величине, разрыв между ростом денежной массы (М2) и ростом цен достигает более 20 раз (рис. 33). При этом причины и следст-

Суммарный прирост М2 в России и монетарная инфляция, 2000–2015 гг.



Источник: рассчитано по данным Росстата и ЦБ РФ.

Рис. 33

вия указанного разрыва в показателях денежной массы и инфляции никто не объясняет. Если оспорить эти данные невозможно, то необходимо пересмотреть основы проводимой в России политики монетизации (в том числе с точки зрения инфляционного потенциала).

По оценкам ЦБ РФ, вклад девальвации в инфляцию в 2015 г. составил 40% (Банк России, 2016f. С. 20). Более того, денежная программа Банка России в 2017–2019 гг. (как и в «тучные» годы) вновь предполагает прирост денежной базы за счет прироста международных резервов (Банк России, 2016b. С. 46). При этом будет сокращаться чистый кредит и банкам, и расширенному правительству, что одновременно означает дополнительное изъятие средств из экономики. Но такой подход при формировании финансовых ресурсов не только сохранит, но и даже усилит зависимость нашей страны от конъюнктуры мирового рынка и подверженность соответствующим рискам со всеми вытекающими негативными последствиями, а также затруднит финансирование экономического роста на основе внутренних источников.

* * *

Следует еще раз подчеркнуть, что даже те отдельные явления, которые мы наблюдаем, и часто косвенные признаки, которые отмечаются, говорят в целом о наличии масштабных и серьезных проблем системного характера в мировой экономике и экономиках ведущих государств. В такой ситуации российским регуляторам следует быть особенно внимательными к возникновению кризисных рисков и быть готовыми к разработке механизмов и рычагов, которые позволят отечественной экономике устойчиво развиваться в условиях внешних шоков.

Список литературы / References

- Банк России (2016a). Финансовое обозрение. Условия проведения денежно-кредитной политики. № 2. Москва. [Bank of Russia (2016a). *Financial review. Conditions for realization of monetary policy*, No. 2. Moscow. (In Russian).]
- Банк России (2016b). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов (Проект от 27.09). Москва. [Bank of Russia (2016b). *Guidelines for the single state monetary policy in 2017 and for 2018 and 2019* (Draft as of September 27). Moscow. (In Russian).]
- Банк России (2016c). Обзор финансовой стабильности. № 1: IV квартал 2015 – I квартал 2016. Москва. [Bank of Russia (2016c). *Financial stability review*, No. 1: *QIV 2015 – QI 2016*. Moscow (In Russian).]
- Банк России (2016d). О чем говорят тренды: Макроэкономика и рынки. № 6. Май. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Москва. [Bank of Russia (2016d). *Talking trends: Macroeconomics and markets*, No. 6, May. Research and Forecasting Department Bulletin. Moscow. (In Russian).]
- Банк России (2016e). О чем говорят тренды. № 9. Август. [Bank of Russia (2016e). *Talking trends*, No. 9, August. (In Russian).]
- Банк России (2016f). Доклад о денежно-кредитной политике. № 1. [Bank of Russia (2016f). *Monetary policy report*, No. 1. (In Russian).]

- Ершов М. (2015). Возможности роста в условиях валютных провалов в России и финансовых пузырей в мире // Вопросы экономики. № 12. С. 32–50. [Ershov M. (2015). The opportunities of growth in the environment of currency collapses in Russia and financial bubbles in the world. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 32–50. (In Russian).]
- IMF (2016). *Global financial stability report*. Washington, DC.
- King M. (2016). Misguided policies and economic risk. *Gold Investor*, June, pp. 14–17.
- Shirakawa M. (2012). *The Bank of Japan's efforts toward overcoming deflation*. Speech at the Japan National Press Club, Tokyo, February 17.
- World Bank (2016). *Global economic prospects*. Washington, DC.
-

**On the mechanisms of growth of the Russian economy
under conditions of worsening financial
problems in the world**

Mikhail Ershov^{1,2}

Author affiliation: ¹ Institute of Energy and Finance; ² Financial University under the Government of RF (Moscow, Russia). Email: lupandina@fief.ru.

Many challenges that have recently emerged in the world economy still exist. Moreover, new problems have appeared. Now we can see at the same time low economic growth in many countries, rising public debts, overheating of stock markets. The fact that alongside with negative interest rates financial resources are not in demand becomes more obvious. Major international banks meet rising problems again. In this environment government interference to support economic players and different markets is getting more pervasive.

Keywords: financial markets, interest rates, foreign exchange, monetary policy, policy of central banks, national budget deficit, national budget surplus.

JEL: E41, E44, E52, E58, F31, H62.