

ФЕДЕРАЛЬНОЕ СОБРАНИЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
ГОСУДАРСТВЕННАЯ ДУМА

О мерах по преодолению  
кризисных процессов в экономике России

Издание Государственной Думы  
Москва • 2015

УДК 338.24:340(470)

ББК 65.050+67.4

О.11

**Под общей редакцией**

председателя Комитета Государственной Думы по экономической политике, инновационному развитию и предпринимательству,

депутата Государственной Думы

**А. Г. Аксакова**

**Ответственный за издание**

советник аппарата Комитета Государственной Думы по экономической политике, инновационному развитию и предпринимательству **М. С. Айрапетян**

О.11 **О мерах по преодолению кризисных процессов в экономике России.** – М.: Издание Государственной Думы, 2015. – 320 с.

В настоящем издании Комитет Государственной Думы по экономической политике, инновационному развитию и предпринимательству продолжает обсуждение проблем развития экономики России. Рассматриваются актуальные и дискуссионные вопросы антикризисной денежно-кредитной, бюджетно-налоговой, инвестиционной и антимонопольной политики, политики импортозамещения. Особое внимание уделяется теоретическим и прикладным вопросам экономических кризисов, глобализации мировой экономики, развития малого и среднего бизнеса, поиску мультипликативных локомотивов роста экономики России.

Материалы издания подготовлены ведущими учеными-экономистами и экспертами России. Издание будет направлено в профильные подразделения и руководству Администрации Президента Российской Федерации, Государственной Думы, Совета Федерации, Банка России и финансово-экономического блока Правительства Российской Федерации.

Материалы издания могут быть использованы для формирования в современных сложных условиях новой экономической политики, направленной на решение задач по развитию экономики России, поставленных Президентом Российской Федерации В. В. Путиным.

УДК 338.24:340(470)

ББК 65.050+67.4

© Аппарат Государственной Думы, 2015

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>Аксаков А. Г.</b> К разработке концепции новой модели экономического развития России . . . . .	5
<b>Улюкаев А. В., Мау В. А.</b> Глобальный кризис и вызовы экономической политики современной России . . . . .	11
<b>Ивантер В. В., Порфирьев Б. Н., Широков А. А., Моисеев А. К.</b> От антикризисных мер к структурной перестройке экономики . . . . .	41
<b>Аганбегян А. Г.</b> О преодолении рецессии и стагфляции в экономике России . . . . .	63
<b>Глазьев С. Ю.</b> Размышления об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики . . . . .	79
<b>Полтерович В. М.</b> О формировании системы национального планирования в России . . . . .	94
<b>Эскиндаров М. А., Сорокин Д. Е.</b> От неотложных мер к стратегии устойчивого роста . . . . .	100
<b>Гринберг Р. С., Городецкий А. Е.</b> Конкурентоспособность национальной экономики и структурные реформы . . . . .	108
<b>Клейнер Г. Б.</b> Системные циклы экономической динамики и устойчивость национальной экономики . . . . .	121
<b>Кротов М. И., Мунтиян В. И.</b> Монетизация – условие экономического роста . . . . .	131
<b>Клепач А. Н.</b> Политика экономического роста в России: окна возможностей и пределы . . . . .	145
<b>Дементьев В. Е.</b> Структурные условия новой индустриализации. . . . .	169
<b>Сильвестров С. Н.</b> Российская экономика в условиях прокризисного мирового развития . . . . .	181
<b>Миркин Я. М.</b> Новая экономическая политика . . . . .	201
<b>Ершов М. В.</b> Об условиях экономического роста: о валютном курсе, валютной стабильности и длинных деньгах . . . . .	208

<b>Маневич В. Е., Букина И. С.</b> О научных основах денежно-кредитной политики . . . . .	223
<b>Гельвановский М. И.</b> Императивы модернизации экономики России и государственная политика цен. . . . .	235
<b>Ермаков В. П.</b> Роль малых и средних предприятий России по выходу из текущего кризиса . . . . .	246
<b>Мамута М. В., Сорокина О. С.</b> Микрофинансирование как инструмент развития малого и среднего предпринимательства . . . . .	255
<b>Эскиндаров А. М.</b> Тенденции рынка банковского кредитования малого и среднего бизнеса . . . . .	264
<b>Курочкин Д. Н.</b> Развитие предпринимательства: инвестиции, инновации и международное сотрудничество . . . . .	291
<b>Айрапетян М. С.</b> О необходимости исследований и учёта циклических колебаний в экономической политике . . . . .	298

## ОБ УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА: О ВАЛЮТНОМ КУРСЕ, ВАЛЮТНОЙ СТАБИЛЬНОСТИ И ДЛИННЫХ ДЕНЬГАХ

Ершов М. В., главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, д. э. н.

Последний год развитие российской экономики сталкивается с одновременным действием трёх «шоков»: первый – курсовая нестабильность и обесценение рубля; второй – сохраняющийся высоким уровень процентных ставок, отсекающий большую часть участников рынка от кредитных ресурсов; третий – продолжающееся денежное сжатие. Действие этих факторов – и каждого в отдельности и, тем более, всех одновременно – делает решение проблемы экономического роста крайне сложными. Всё это усугубляется противоречивыми целями и рычагами по их решению, которые применяются.

### Валютная нестабильность и денежные ограничения

Согласно отчёту Банка России, за 2014 г. «на фоне увеличения **структурного дефицита ликвидности** банковского сектора, продолжился рост спроса кредитных организаций на операции рефинансирования Банка России». При этом в 2015 г. денежная база рубля за 4 месяца сократилась на 12,6 % (рис. 1, 2). Такое сжатие лишь обострит упомянутую проблему дефицита ликвидности.

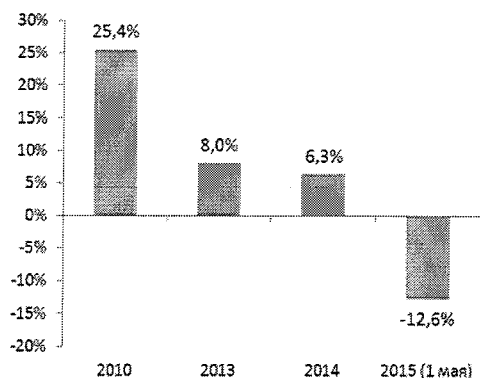


Рис. 1. Динамика денежной базы рубля (прирост с начала года, %)

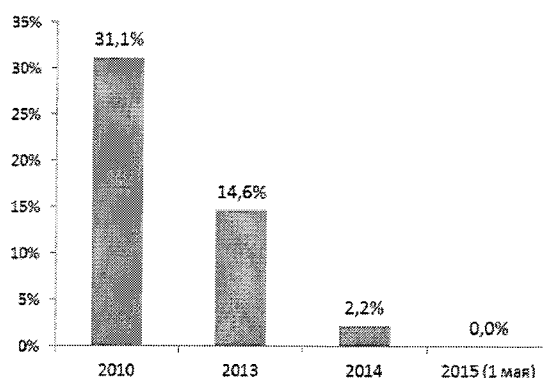
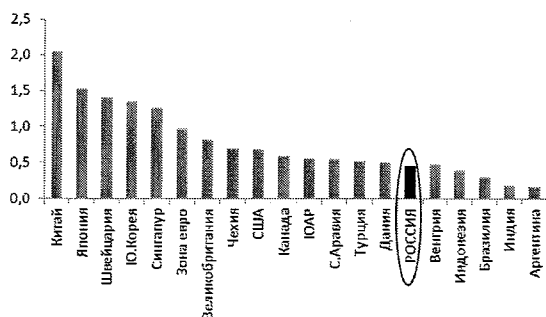


Рис. 2. Динамика денежной массы (M2) (прирост с начала года, %)

Источник: ЦБ РФ.

Уровень монетизации экономики России по-прежнему крайне низок (рис. 3), а по итогам 2014 г. монетизация даже сократилась (рис. 4).

Монетарные проблемы усилились валютными. С введением режима свободного плавления в конце 2014 г. рубль резко обесценился, продолжив своё снижение, которое началось ещё раньше – вследствие падения цен на нефть. При этом удешевление рубля было даже более масштабным, чем у валют других стран нефтеэкспортеров (рис. 5). Отметим также, что с введением режима свободного плавления резко возросла курсовая нестабильность (рис. 6).



Источник: центральные банки соответствующих стран, ЦБ РФ.

Рис. 3. Монетизация экономик ряда стран (M2/ВВП, в 2014 г., %)

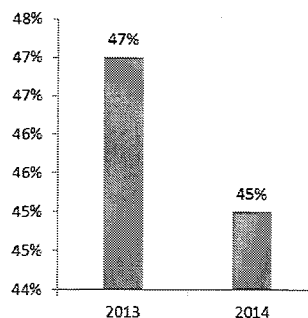
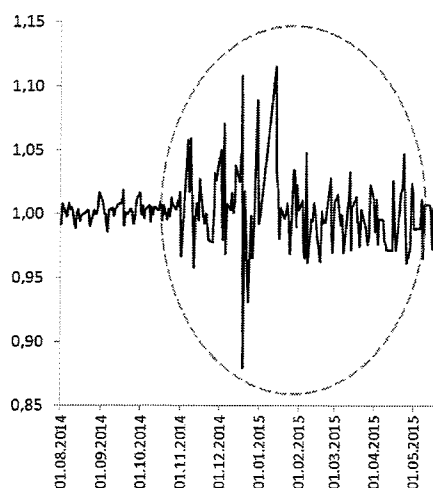


Рис. 4. Монетизация экономики Российской Федерации (M2/ВВП, %)



Источник: Bloomberg.

Рис. 5. Курсы валют ряда стран (01.01.2014 = 100)



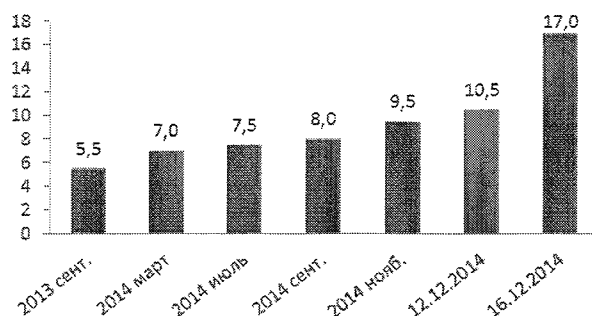
Источник: ЦБ РФ.

Рис. 6. Волатильность курса рубля\* (\*Индекс номинального курса рубля к доллару США, к предыдущему дню)

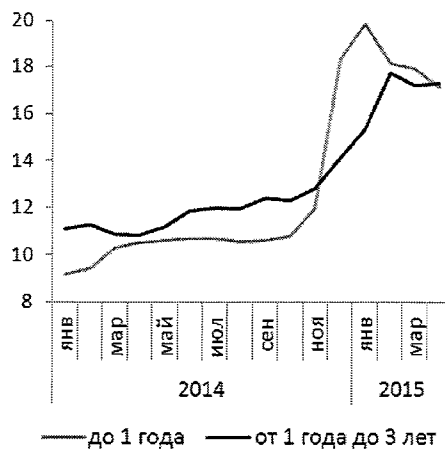
Напомним, что стабильность валютного курса – это то, что на законодательном уровне требуется от Банка России в Конституции Российской Федерации, где в ст. 75 п. 2 говорится, что «защита и обеспечение устойчивости рубля – основная функция Центрального банка Российской Федерации». Согласно объявленной политике «инфляционного таргетирования», предполагалось, что при свободном плавании курса процентные ставки, напротив, будут находиться под более жёстким контролем. Фактически же наблюдается и волатильность курса, и постоянный рост процентных ставок, который инициировался самим Банком России (рис. 7).

Ставки по кредитам реальному сектору также возросли (рис. 8). Согласно Банку России, это связано «как с повышением ключевой ставки Банка России, так и со снижением доступности и удорожанием внешних заимствований...»<sup>109</sup>. Вызывает недоумение, когда ужесточение внешней среды сопровождается ужесточением (!) внутренних подходов регуляторов, которые,

<sup>109</sup> ЦБ РФ. Основные направления денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. Проект. Сент. 2014. С. 16.



**Рис. 7. Ключевая ставка ЦБ РФ (%)**



**Рис. 8. Процентные ставки по кредитам для нефинансовых организаций (%)**

Источник: ЦБ РФ.

по идее, должны были бы своими действиями смягчить внешние трудности, а не усугублять их.

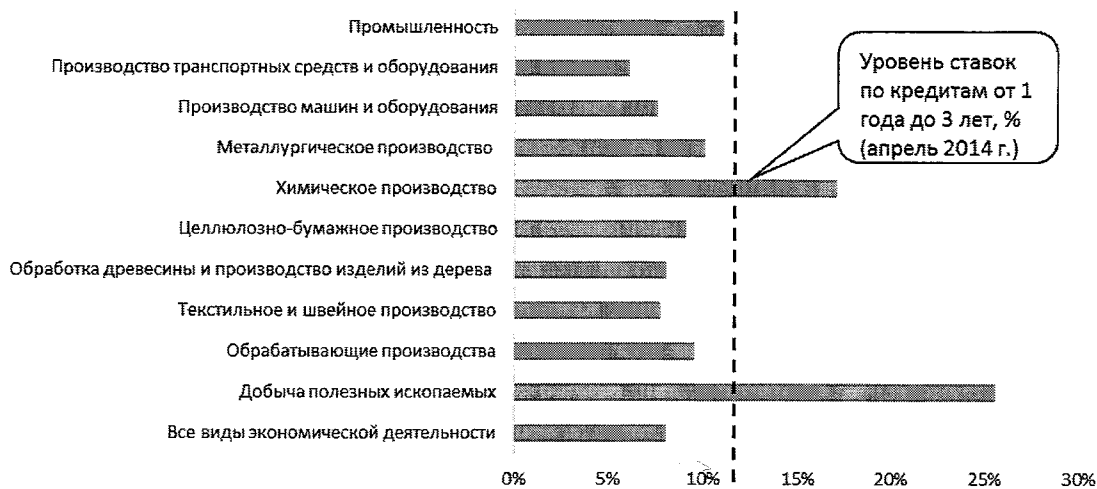
Политика по росту ставок была рекомендована МВФ: «Для выполнения установленного Банком России на 2015 г. целевого показателя по инфляции ... Банку России следует быть готовым в течение следующего года дополнительно повысить процентные ставки»<sup>110</sup>. При этом с инструментами, применяющимися в США, в 2015 г. предполагаются диаметрально противоположные подходы, которые выглядят более логично: «Преждевременное повышение ставок может вызвать ужесточение финансовых условий или расшатывание финансовой стабильности, что будет препятствовать росту экономики...»<sup>111</sup>. Инфляция в России действительно высока, и в большой степени имеет немонетарный характер. Кроме того, её резкий рост в последнее время в большой мере был обусловлен, во-первых, снижением курса рубля. Во-вторых, рекомендованные более высокие ставки приводят к росту издержек, и, следовательно, к инфляции. Но при этом и в наших условиях более высокие ставки однозначно ведут к ужесточению финансовых условий и тормозят рост. Поэтому почему-то для некоторых стран рекомендации выглядят логично и соответствуют здравому смыслу, а для некоторых, видимо, есть какая-то своя особая логика.

Вызывает удивление и объяснение причин, по которым поддержка рубля была уменьшена, и курс вошёл в режим свободного плавания. По мнению руководства Банка России, поддержка рубля была оправдана, пока не было санкций и пока не произошло падение цен на нефть<sup>112</sup>. А вот, когда оба эти события, которые напрямую, заметим, подрывают стабильность валютного курса, произошли, то вместо того, чтобы своим участием валютный рынок стабилизировать, Банк России, напротив, решил поддержку рубля прекратить.

<sup>110</sup> МВФ. Российская Федерация – Консультации 2014 года в соответствии со статьёй IV. 30.04.2014. С. 3.

<sup>111</sup> 2015 Article IV Consultation with the United States of America Concluding Statement of the IMF Mission. 28.05.2015.

<sup>112</sup> Выступление Председателя Банка России Э. С. Набиуллиной в Государственной Думе. 16.06.2015 г.



Источник: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН.

Рис. 9. Текущая рентабельность продаж и ставок по кредитам, %

Представляется, что указанные первопричины должны были бы вызвать прямо обратные действия от тех, которые были фактически приняты.

Те меры, которые использовал Банк России для стабилизации положения на валютном рынке – ограничение предоставления рублёвой ликвидности в целом, а также повышение процентных ставок (повышение ключевой ставки до 17 %) – имеют двойкий эффект воздействия на экономику. С одной стороны, они действительно сократили приток рублёвой ликвидности на валютный рынок, способствуя его стабилизации. Но при этом указанные меры также ограничили доступность рублей для всех остальных видов рублёвых операций (кредиты, депозиты и т. д.), а также сделали стоимость денег неприемлемо высокой (рис. 9). Экономический рост в результате замедляется (естественно, при всей множественности факторов, влияющих на рост экономики) (рис. 10).

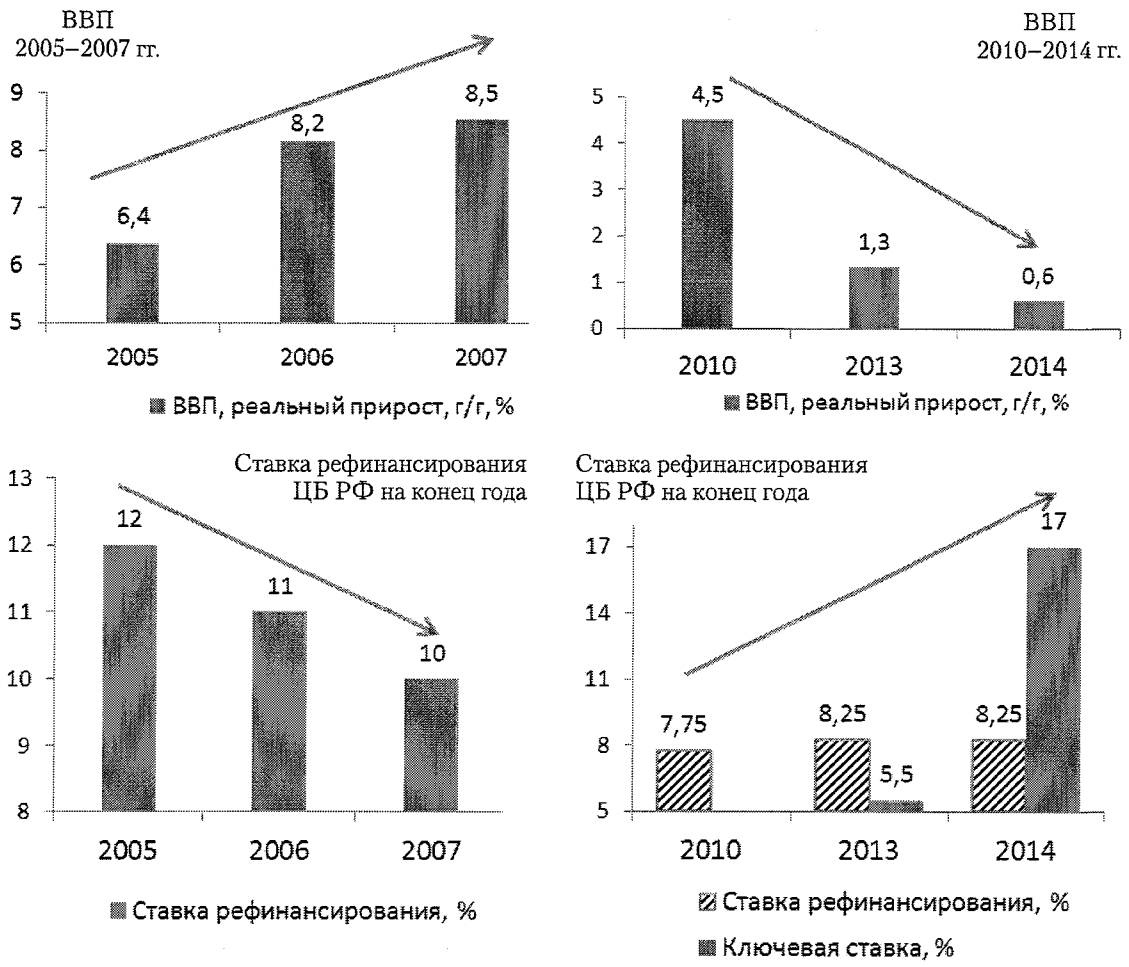
Решая проблему увеличения монетизации (что необходимо), следует строго контролировать её инфляционный эффект. Представляется, что не стоит преувеличивать вероятность больших инфляционных рисков вследствие расширения рублёвой массы. В условиях, когда масштабы монетизации (соотношение M2/ВВП) российской экономики по-прежнему относительно умерены, сохраняется возможность абсорбировать финансовые ресурсы на безинфляционной основе. В 2000–2014 гг. ежегодный прирост цен в России устойчиво многократно отставал от ежегодного прироста денежной массы (рис. 11). Более того, с учётом значительной немонетарной доли в российской инфляции итоговое отставание монетарной инфляции от роста M2 может достигать почти 20 раз, другими словами, 100-процентный рост M2 вызовет повышение цен лишь на 5 %.

На возможность именно такого развития событий нами было указано ещё 15 лет назад. Отмечалось, в частности, что вследствие низкой монетизации российская экономика «демонстрировала способность принимать дополнительные рублёвые ресурсы на безынфляционной основе»<sup>113</sup>. В связи с этим делался вывод о том, что «немонетизированные операции... могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики»<sup>114</sup>.

<sup>113</sup> Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. Москва. Экономика. 2000 г. С. 317–318.

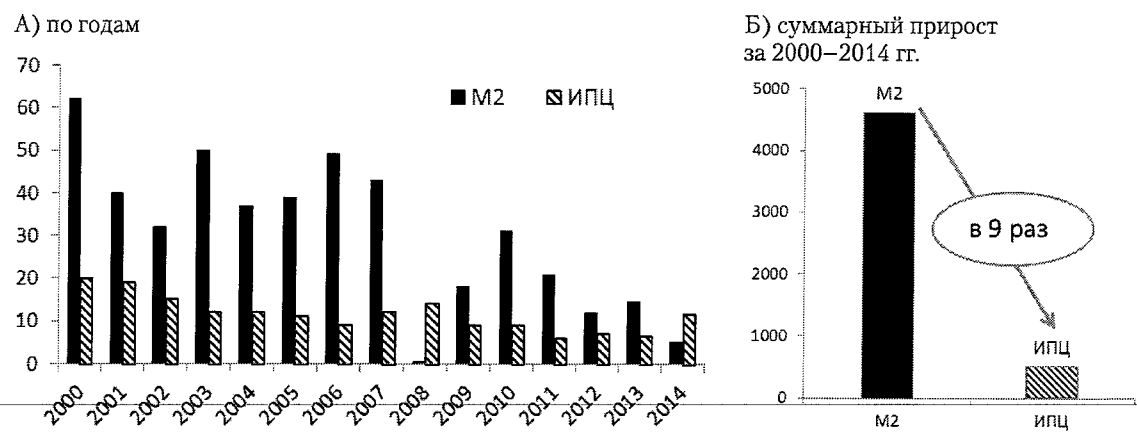
<sup>114</sup> Там же.





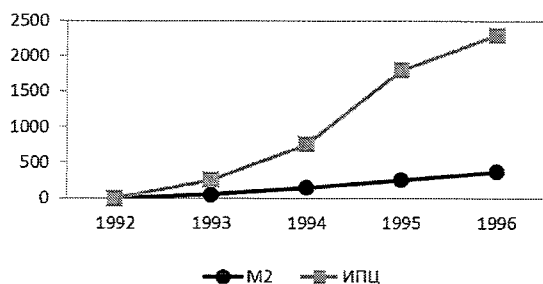
Источники: ЦБ РФ, Росстат.

**Рис. 10. Рост экономики Российской Федерации и ставка рефинансирования Банка России**

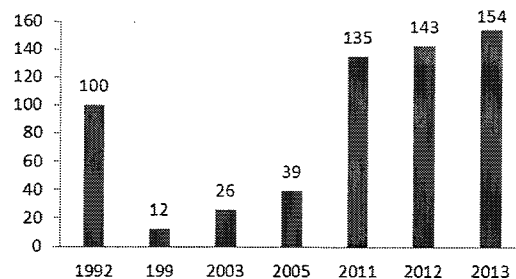


**Рис. 11. Прирост денежной массы и инфляция (ИПЦ) в России в 2000–2014 гг., %**

Такие выводы были оправданы с учётом «денежного провала», который имел место в первой половине 1990-х гг.: тогда цены выросли в 10 раз больше, чем денежная масса, что привело к её реальному сжатию на ту же величину (рис. 12, 13). Следствием такого «монетарного шока» стало появление неплатежей, бартера, суррогатов и прочих квазиденег. Было очевид-



**Рис. 12. Индексы потребительских цен и M2 в 1992–1996 гг. в России (1992 г. = 1)**



**Рис. 13. Динамика реальной денежной массы в 1992–2012 гг. в России (1992 г. = 100 %)**

но, что инфляционные последствия от роста денег в таких условиях будут ограничены.

Неплатежи и использование «квазиденег» по сути защитили экономику от полного коллапса и обеспечили осуществление экономических операций, пусть и путём применения таких «нецивилизованных» методов, осуществляя «квази-эмиссию» за пределами Банка России и восполняя недостающие экономике финансовые ресурсы. «Денежное сжатие» привело и к сокращению монетизации экономики в целом, которая хоть и выросла в последние годы, но сейчас по-прежнему невелика и может существенно ограничивать возможности экономического роста и тормозить формирование адекватного объёма «длинных» денег.

### «Длинные» деньги

Очевидно, обеспечение устойчивого экономического роста возможно лишь при условии наличия «длинных» ресурсов в экономике. Согласно годовому отчёту Центрального банка Российской Федерации за 2014 г., доля долговых обязательств Мифина России в денежной базе рубля составляет всего 3,8 % (по состоянию на начало 2015 г.). Отметим, что в США на казначейские облигации приходится 93 % всей денежной базы (эмиссии) доллара, а в Японии на японские гособлигации приходится 83 % всей денежной базы (эмиссии) японской иены (рис. 14, 15).

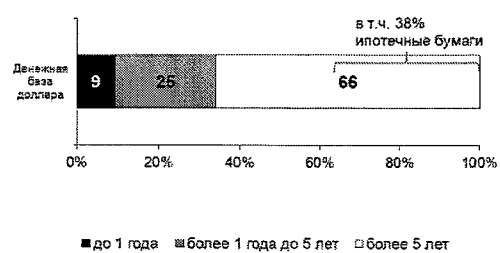
Указанные цифры говорят о принципиальных отличиях при проведении экономической политики в России и в развитых странах. В последних за основу формирования ресурсов и монетизации используются госбумаги для целей бюджетного финансирования. Это, в свою очередь, предполагает использование бюджетного дефицита, как важного механизма экономического роста<sup>115</sup>. В прежние годы основной акцент в российской экономике делался на внешнюю сферу как источник финансирования роста. В период санкций,

<sup>115</sup> Рост экономики предполагает, что экономика получает дополнительные ресурсы для достижения конечного результата. Причём, они должны авансироваться экономике (т. е. предоставляться до получения результата), что изначально значит возникновение расходов и дефицита, и лишь потом возникновение доходов, которые приведут к получению прибыли и профицита. Кроме того, указанное финансирование должно представлять собой прирост дополнительных ресурсов, а не их переток с других сегментов, т. к. в последнем случае это будет означать финансирование одних отраслей за счёт других и не вызовет суммарный прирост экономики.

А) по инструментам  
(март 2015 г., трлн долл.,%)



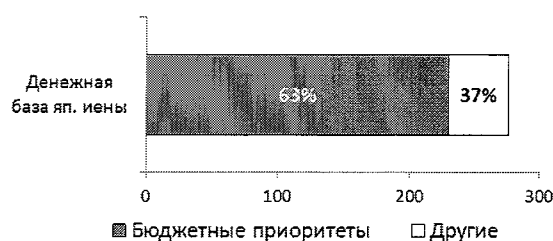
Б) по срокам  
(март 2015 г.,%)



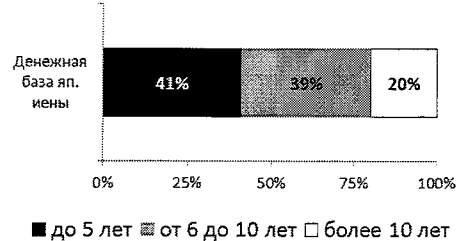
Источник: ФРС США.

Рис. 14. Денежная база доллара США

А) по инструментам  
(2014 г., трлн иен,%)



Б) по срокам  
(2014 г.,%)



Источник: Банк Японии.

Рис. 15. Денежная база японской иены

когда доступ к внешним займам ограничен, участники экономики для получения средств должны теперь, в первую очередь, выходить на внутренние рынки, как главный источник такого финансирования. Причём важно использовать механизмы целевого формирования финансовых потоков на основе внутренних источников и направления их на первоочередные бюджетные и иные приоритеты.

У внутренних источников есть два основных компонента: первый – это частный сектор (корпоративные средства и средства населения), а второй – госсектор. Что касается первого, его объёмы средств недостаточны для того, чтобы обеспечить необходимый рост экономики.

Кроме того, при направлении этих средств на бюджетные цели это будет означать лишь переток ресурсов из одних сегментов экономики в другие, что также не обеспечит рост экономики в целом. Наиболее важным источником в складывающихся условиях может явиться государственный (бюджетный) механизм при одновременном участии в финансировании со стороны Банком России, как главного источника финансовых ресурсов и эмиссионного центра. (Такие подходы успешно применяются самыми зрелыми финансовыми системами – США и Японией в течение многих десятилетий.)

Центральный банк покупает госбумаги, выпущенные своим минфином, и одновременно осуществляет эмиссию, идущую, соответственно, министерству финансов. Купленные Центральным банком бумаги обычно потом не участвуют в обратной операции, предполагающей продажу бумаг на рынке и стерилизацию эмитированных денег. Приобретённые госбумаги, как правило, размещаются на балансе Центрального банка до срока их истечения (т. е. на все 10, 20, 30, 40 лет). Другими словами, экономика получает «длинные» и целевые инвестиционные ресурсы, которые затем мультиплицируют-

ся по мере подключения к работе с «длинными» проектами частного сектора (субподрядчиков и т. д.). Более того, целевая эмиссия позволяет направлять финансовые ресурсы на приоритетные цели (ипотека, малый бизнес и др.), что насыщает эти сферы ресурсами и снижает там процентные ставки (как это удалось успешно реализовать, в частности, в США в последние годы, где вследствие использования указанных механизмов, ставки по ипотечным займам снизились с 7–8 % до 3–4 %).

Более того, когда срок бумаг заканчивается, часто происходит новая эмиссия и покупка новых бумаг, что **делает процесс поддержания «длинных» ресурсов в экономике при необходимости практически бессрочным.** Участие Центрального банка в этих механизмах позволяет осуществлять финансирование бюджетных задач, не сокращая ликвидность финансового рынка в целом. Если бы госбумаги просто размещались на вторичном рынке, то они – при интересе к ним со стороны участников – покупались бы частными компаниями и банками, и тогда инвестированные ими при этом средства ушли бы на финансирование указанных госпрограмм. На иные цели текущей коммерческой деятельности (кредитование и т. д.) средства уже потрачены быть бы не могли.

В результате преобладающей становится картина, при которой центральный банк – минфин формируют мощный пласт целевых «длинных» денег в соответствии с приоритетами экономической политики (ипотека, малый бизнес, региональные программы и т. д.). Дополняясь иными источниками «длинных» денег (пенсионных, страховых и т. д.), в итоге формируется мощная финансовая среда, которая существенно расширяет возможности для инвестиций.

Учитывая, что проблема «длинных» денег для российской экономики давно является крайне актуальной, возникают вопросы. Единственной ли возможностью привлечения объёмных и доступных по цене «длинных» денег являются международные рынки, где финансовые ресурсы больше по объёму, дешевле и «длиннее» и формируются на основе приведённых механизмов? Или есть возможность начать самим использовать механизмы с участием национальных монетарных властей по аналогии с подходами, которые в течение многих лет практикуются самыми сильными и зрелыми финансовыми системами? Нужен подробный технический анализ реальных возможностей этого процесса, наличия рисков (а их, естественно, будет немало), путей их минимизации.

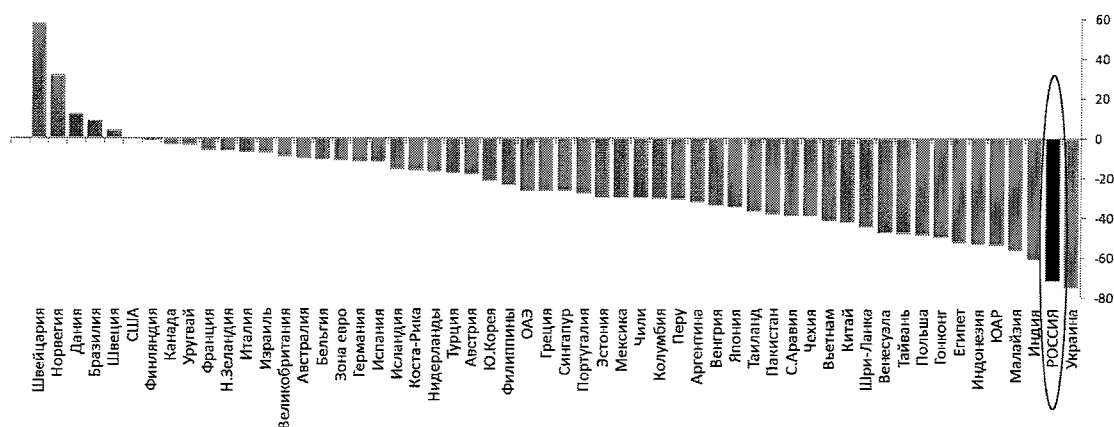
### **Обесценение рубля: насколько оно оправдано?**

Упомянутая курсовая нестабильность и удешевление рубля привели к появлению вновь некоторых отрицательных явлений из прошлого, в частности, долларизации и даже «бегства» от рубля (хоть и на непродолжительный период). Всё это развивалось в условиях сохраняющихся санкций против России и снижения цен на нефть, что лишь усилило давление на курс рубля.

По справедливым оценкам Президента России В. В. Путина, события на валютном рынке «не связаны с фундаментальными экономическими причинами и факторами»<sup>116</sup>. Курс рубля, рассчитанный на основе паритета покупательной силы (ППС), недооценён в несколько раз (такой курс расчи-

<sup>116</sup> <http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>.

тан с учётом большого числа компонентов товаров, услуг и др., включаемых в ВВП). Так, по оценкам ОЭСР, на декабрь 2014 г. курс рубль/доллар должен был составить **19 рублей за один доллар**. Учитывая, что текущий рыночный курс в течение декабря составлял 50–68 руб./долл., это говорит о том, что номинальный курс был недооценён в среднем 3–3,5 раза относительно курса, рассчитанного на основе ППС<sup>117</sup>. Аналогично, согласно индексу Big Mac (хотя отметим, это гораздо более «локальный» показатель, чем показатель ОЭСР), Россия занимает предпоследнее место по недооценке своей валюты (уровень недооценки – около 70 %) (рис. 16). При этом, ожидания и предпочтения рынка отнюдь не одинаковы. Так, согласно февральскому мониторингу, за укрепление рубля выступали 58 % опрошенных промышленников, за дальнейшую девальвацию – всего 2 %<sup>118</sup>.



Источник: <http://www.economist.com/>

Рис. 16. Индекс Big Mac

Напомним, что недооценка рубля, которая до сих пор отчасти сохраняется, была заложена ещё в самом начале формирования валютного рынка в стране – в конце 80-х гг. Тогда рубль был существенно недооценён, а доверие к нему было очень низким, что обусловило долларизацию и положило основу для экспортной ориентации российской экономики, негативно отражаясь на её развитии.

#### *Об опыте формирования валютного курса в России*

Ещё в ходе формирования валютного рынка в конце 1980-х и начале 1990-х гг. установился такой курс рубля к доллару, который отражал ценовые соотношения лишь узкой группы престижных тогда товаров потребительского импорта. Тогда как по соотношениям цены промышленных активов, жилья и других важных компонентов ВВП имела место прямо обратная картина, показывающая, что рубль по этим соотношениям должен стоить дороже (причём часто значительно дороже), чем другие валюты.

Действительно, сформировавшийся тогда на валютном рынке (и валютных аукционах) курс рубля составил в среднем 15–20 руб. за 1 доллар, что соответствовало ценовым соотношениям по таким «модным» товарам как джинсы, косметика и т. д. Однако целый ряд других товаров и услуг

<sup>117</sup> <https://data.oecd.org/conversion/purchasing-power-parities-ppp.htm#indicator-chart>

<sup>118</sup> РБК. Сильный рубль, низкие налоги: чего хотят промышленники от государства. 27.03.2015.

были при этом на российском рынке многократно дешевле. Проезд в метро стоил 5 копеек, а в Нью-Йорке – около 1 доллара, хлеб у нас стоил около 20 копеек, а в США – 1–2 доллара. Жильё сопоставимого уровня, равно как и коммунальные платежи по его поддержанию даже сейчас у нас многократно дешевле. В конце же 1980-х гг. при средней стоимости платежей за квартиру в России – около 15–25 руб. в месяц эта величина была не менее чем в 50–70 раз! меньше, чем цены за аналогичное жильё в западных странах. Следует также учитывать ту долю, которую играет соответствующий товар в расходах (например, коммунальные платежи делаются ежемесячно и достигают в случае с западными экономиками – не менее 20–30 % от ежемесячных расходов). Также стоимость промышленных активов, в свою очередь, была в России многократно дешевле относительно аналогичных активов в сравниваемых странах<sup>119</sup>.

Укажем, однако, что валютный курс – это не абстрактный цифровой индикатор. Он должен давать конкретные оценки для участников экономики (инвесторов, частных лиц и др.), основываясь на сравнительных ценах на соответствующие товары и услуги в рассматриваемых странах и, как следствие, целесообразности осуществления тех или иных видов экономической деятельности. Поэтому столь сильная недооценка рубля изначально дала мощный импульс к превращению российской экономики в экспортно-ориентированную, делая экспорт сверхэффективным. Аналогично, такой перекос заложил основу для долларизации российской экономики, делая покупки рублей и рублёвых активов сверхэффективными для держателей долларов<sup>120</sup>.

Очевидно также и то, что наиболее «конкурентным» товаром в таких условиях становилась продукция ТЭК, которая в целом отвечала требованиям мирового рынка. Учитывая, что на ТЭК всегда приходилась значительная часть экспорта страны, те возможности для осуществления сверхэффективных экспортных операций, которые открылись в результате масштабной недооценки валютного курса рубля, надолго закрепили сырьевую экспортную ориентацию российской экономики. Формируемый таким образом валютный курс был затем положен в основу при установлении официального курса рубля. Последовавшее вскоре присоединение к VIII статье Устава МВФ обязывало Россию перейти на единый валютный курс рубля, причём как по текущим, так и по капитальным операциям (инвестиции и т. д.), что означало существенное снижение эффективности инвестиций и относительное удешевление продаваемых активов.

Поэтому курс на «открытость» экономики и проводившаяся либерализация капитальных операций в таких условиях создавали риск перевода наших реальных активов под контроль иностранных инвесторов по многократно заниженным ценам. Заметим при этом, что, например, в случае Японии валютная либерализация и либерализация движения капиталов произошли более 30 лет (!) спустя после либерализации текущих операций середины 1960-х гг.

---

<sup>119</sup> По оценкам иностранных инвесторов, Газпром в 1999 г. стоил почти в 700 раз меньше (по сопоставимым критериям оценок), чем такие компании, как, например, Exxon (International Fund Investment. 1999. № 4. P. 17).

<sup>120</sup> Поэтому некорректно сравнивать динамику рубля, доллара и инфляции в соответствующих экономиках лишь за отдельные периоды без учёта стартового уровня курса между валютами. Многократная недооценка рубля на начальном этапе, очевидно, создала возможности для его ускоренного удорожания, опережая инфляцию.

### *Кому выгодно обесценение рубля: плюсы и минусы*

В обесценивающейся валюте заинтересованы сторонники опоры на экспорт, внешнюю сферу, как главный источник роста, и бюджет. Но у нас недооценка рубля сама по себе фактически не приводит к росту экспортной валютной выручки (в т. ч. из-за ограничений пропускных способностей трубопроводов, портов), и из-за ограничений со стороны спроса. Происходит лишь рост рублёвых доходов экспортёров после продажи валютной выручки, полученной от экспорта. В то же время эффективность привлечения валютных кредитов снижается, а сами акции российских предприятий-экспортёров, как и все российские активы, становятся из-за курсового обесценения относительно дешевле для иностранных инвесторов. Под обеспечение кредитов в итоге требуется залог бóльшего количества акций, возникает проблема т. н. margin calls. Обесценение валюты ведёт к сокращению капитализации фондового рынка, снижению котировок (рис. 17, 18). Более дорогой рубль повышает эффективность привлечения иностранных инвестиций, делая продаваемые активы более дорогими и создавая возможность уменьшения более дорогостоящего обеспечения.

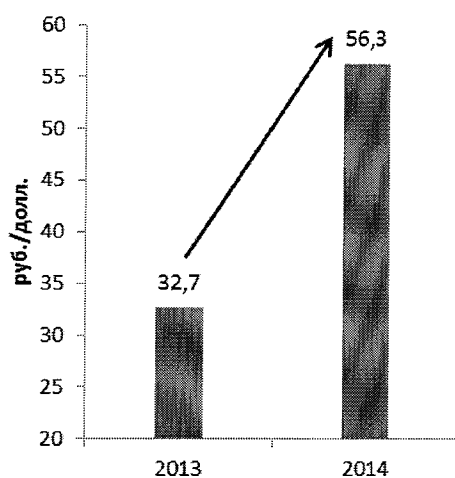


Рис. 17. Курс руб./долл.

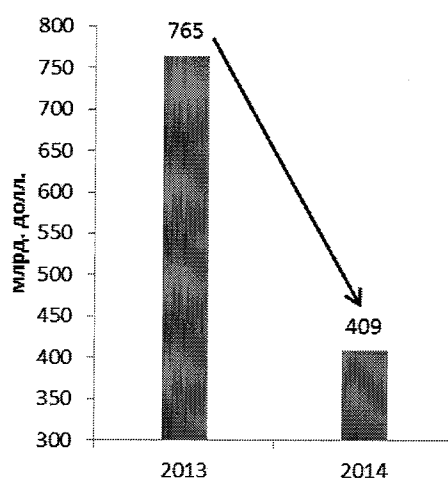


Рис. 18. Капитализация российского фондового рынка, млрд долл.

*Источник: НАУФОР, ЦБ РФ.*

Кроме того, при «дешёвом» рубле и экспортёры, и бюджет будут сталкиваться с удорожанием внешних долгов, импортных компонентов и др. Для экономики в целом будет также отмечаться рост инфляции. По оценкам Банка России, превышение инфляцией целевого уровня в 5 % примерно «на две трети обусловлено ослаблением курса»<sup>121</sup>. Вновь вызывает удивление противоречие между объявленной целью и применяемыми инструментами: с одной стороны, объявляется цель по снижению инфляции, но одновременно с этим используются меры (девальвация рубля), которые эту инфляцию провоцируют.

Также при «дешёвом» рубле происходит уменьшение доходов населения и сжатие внутреннего спроса – важнейшего драйвера экономического роста.

<sup>121</sup> Выступление Председателя Банка России Э. С. Набиуллиной в Государственной Думе. 16.06.2015 г.

Когда нам пытаются доказать, что при слабом рубле нам же лучше, – это вызывает, по меньшей мере, недоумение, поскольку это равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем легчевеснее и дешевле и чем на них меньше можно купить, тем нам же выгоднее. Вся нелогичность этой фразы очевидна.

Мы формируем рублёвую, а не долларовую экономику, и чем устойчивее и дороже будут рублёвые активы у населения и бизнеса, тем богаче они будут и тем охотнее они будут работать с рублями. Действительно, из-за более «дорогого» рубля усиливается конкуренция с импортными товарами. Однако, во-первых, это является стимулом для повышения конкурентоспособности наших производителей. В тех же случаях, когда внутренние производители не могут адекватно конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно подключение рычагов торговой политики, которые обеспечат защиту соответствующих производств (поскольку валютный курс не является универсальным инструментом и его эффективное использование в целях внешнеэкономического регулирования возможно лишь в комплексе с другими мерами торговой политики).

Фактор более дешёвого импорта имеет свои положительные стороны – он удешевляет импортную составляющую для внутреннего производства, снижая издержки. Вновь, в соответствии с приоритетами экономической и структурной политики можно осуществлять селективный подход, обеспечивая низкий уровень цен для тех товаров, импорт которых является для внутренних производителей ключевым, и вводить защитные меры по тем товарам, производство которых необходимо в первую очередь осуществлять на внутренней основе.

#### *Вновь о российских особенностях*

Взгляд на данную проблему с точки зрения потребительского сектора имеет ещё один аспект, носящий геоэкономическое измерение, показывая насколько эффективно или неэффективно для экономики участие в международном разделении труда. Он говорит о том, как оцениваются результаты нашего труда (рублёвая зарплата, доходы в целом) мировыми рынками, какой объём товаров мы можем там приобрести по итогам нашего «трудового дня» (недели, месяца, года). Другими словами, какой спрос мы можем предъявить мировому рынку в обмен на итоги наших трудовозатрат, и каков, в свою очередь, будет объём спроса у других стран к нашей экономике по итогам их аналогичных трудовозатрат сопоставимого качества и квалификации. Будем ли мы (к примеру, по итогам рабочего дня или недели) в состоянии купить там какие-то значимые потребительские товары или после обмена рублей по «удешевляющему коэффициенту» на основе недооценённого валютного курса рубля, максимум на что мы можем претендовать на мировом рынке – это питание для восстановления своих трудовозатрат. Чем более необоснованным будет удешевление рубля, тем более неэквивалентным будет наш обмен с внешним миром и тем в большей степени это будет походить на те принципы, которые использовались в прошлом в отношениях между страной-метрополией и развивающимися территориями.

В глобальном плане необходимо повысить нашу системообразующую роль в качестве субъекта (а не объекта) мировой экономики. Тогда попытки других стран использовать нас для своих потребностей (а это неизбежно произойдёт) будут компенсироваться нашими открывающимися возможностями использовать те преимущества, которые заключены в международной



системе, для собственного развития. Слабая национальная валюта, по сути, отсекает Россию от участия в мировой экономике в качестве полномасштабного инвестора, делая зарубежные реальные активы для российских инвесторов недоступно дорогими и оставляя в результате возможность нашего участия в их экономиках лишь во второстепенном качестве поставщика товаров и сырья.

Кроме того, упор на постоянно обесценивающуюся и недооценённую валюту ещё больше консервирует экспортную ориентацию отечественной экономики и сырьевой профиль такого экспорта. Именно экспортёры (а среди них важную роль играют сырьевые экспортёры) являются основными бенефициарами слабого рубля. Когда экспортёр сырья продаёт свою валютную выручку и получает рубли, то он же и формирует рублёвые спрос и предложение для всей остальной экономики, размещая заказы, субподряды и т. д. Другие отрасли начинают всё больше работать на обслуживание «сырьевых» интересов, и роль сырьевого сектора возрастает. В этой связи для прогрессивных изменений в структуре российской экономики необходимы новые подходы валютной и денежно-кредитной политики, которые способствовали бы развитию отраслей с высокой переработкой и внутреннего рынка.

### Некоторые предложения

Необходима целевая системная политика по формированию и управлению денежными ресурсами в экономике, которая должна превращать их в важный фактор экономического роста. Очевидно, такие подходы должны охватывать максимально широкий набор механизмов денежно-кредитной, валютной, бюджетной политики. Эффективность таких подходов будет существенно повышаться в условиях валютно-финансовой стабильности. В этой связи укажем, что для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение долгосрочного стабильного реального курса рубля. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению, а также удлинению кредитов, предоставляемых производственным предприятиям – реальному сектору.

В этой связи необходимо формирование адекватного объёма финансовых ресурсов, в том числе длинных, по доступной цене необходимых для обеспечения экономического роста. Необходимо увеличить роль внутренних источников финансовых ресурсов, необходимых для экономического роста по сравнению с внешним финансированием. Это становится особенно актуальным в условиях санкций против России. Важную роль должно играть использование целевых государственных бумаг (в том числе связанных с финансированием долгосрочных инвестиционных проектов), которые дополняются инструментами среднесрочного финансирования. Это будет способствовать созданию мощной основы длинных ресурсов (по опыту наиболее зрелых финансовых систем). В целом же использование механизма целевой долгосрочной эмиссии будет способствовать насыщению экономики длинными деньгами; диверсификации инструментов на рынке; оживлению соответствующего сегмента рынка; снижению ставок.

Необходим широкий комплекс мер (информационно-разъяснительных, регулятивных), направленных на повышение доверия к рублю. Для роста

доверия к рублю регуляторам следует более чётко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми регуляторы располагают. Так, размер золотовалютных резервов в настоящее время превышает величину всей рублёвой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза<sup>122</sup> (рис. 19).

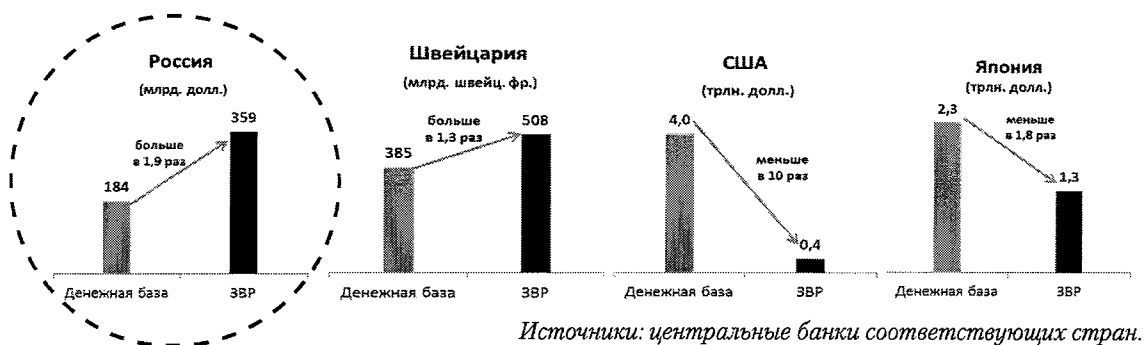


Рис. 19. Объём ЗВР и денежная база ряда стран (конец 2014 г., апр. 2015 г.)

Иначе говоря, все рубли в экономике теоретически могут быть стерилизованы. Естественно, никто этого делать не должен, но до участников рынка должно быть доведено, что при необходимости столь масштабные возможности воздействия существуют. Кроме того, указанные объёмы ЗВР технически позволяют установить такой уровень валютного курса рубля, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Это также необходимо довести до понимания рынка. В случае сокращения объёмов ЗВР до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль можно на необходимое время вернуться к практике обязательной продажи части валютной выручки, и использовать нормативы валютной позиции (по успешному опыту 1998 г.), лимиты и иные меры, уменьшающие спекулятивный спрос на валютном рынке.

При необходимости следует внести изменения в нормативы, регулирующие деятельность кредитных организаций, которые стимулировали бы операции в национальной валюте и делали бы менее выгодными операции в иностранной валюте (при создании банками резервов, оценке рисков, достаточности капитала и др.), как это успешно делается в Швеции, Японии и других странах. В условиях санкций необходимо ускорить проработку механизмов использования рублей в расчётах за российский экспорт (на начальном этапе со странами СНГ, а на более позднем этапе – и с остальным миром). Важно учитывать геополитический аспект указанного вопроса. Вследствие расчётов в рублях для самих экспортёров уменьшатся экстерриториальные риски, связанные с возможностью применения санкций к их финансовым ресурсам (замораживание средств, мораторий по платежам и т. д.), как это может быть в случае хранения средств в иностранных банках. В результате расчётов в рублях российские экспортёры будут в большей степени заинтересованы в укреплении рубля, поскольку им будет выгоднее по-

<sup>122</sup> По этому критерию рубль находится в категории обеспеченных валют (рис. 17). Более того, западные эксперты также указывают на это обстоятельство, говоря, что «Россия – страна с валютой, обеспеченной золотом», и лишь вопрос времени, когда она это преимущество реализует. [www.washingtontimes.com](http://www.washingtontimes.com), 30.04.2015.

лучать платежи в дорожающей (а не обесценивающейся) валюте. При этом крепкий рубль, среди прочего, выступает тормозом инфляции, способствует росту доверия к российской валюте и в целом делает её более привлекательной для сбережений и инвестиций.

Необходимо продолжить политику расширения функций Банка России, приближая его к реальной экономике. Следует со всей тщательностью оценить новые возможности, возникшие вследствие введения поправок в Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации» (поправки от 23.07.2013 г)<sup>123</sup>. Если перед Банком России будут поставлены новые задачи, которые приблизят его к целям стимулирования экономического роста, то тот мощный набор инструментов, которыми располагает Банк России, будет направлен на достижение этих целей, повышая его заинтересованность в решении этих задач. Обеспечение экономики адекватным объёмом финансовых ресурсов (в том числе длинных) по доступной цене будет способствовать созданию благоприятных условий для роста.

Важную роль будет играть стабилизация положения на валютном рынке, формирование курса рубля по более объективным критериям и недопущение его неоправданного обесценения. Адекватная и взвешенная валютная и денежно-кредитная политика будет способствовать росту доверия к рублю и станет фактором для обеспечения устойчивого развития. В условиях сохраняющихся внутренних и внешних вызовов необходимость этого ещё больше повышается.

---

<sup>123</sup> Речь, в частности, идёт о ст. 34.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации», где теперь более расширенно трактуются цели Банка России («устойчивость рубля посредством ценовой стабильности, в т. ч. для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста» (выделено. – М. Е.).