
НАЦИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА

В. МАНЕВИЧ

доктор экономических наук, профессор,
главный научный сотрудник Института экономики РАН

И. БУКИНА

кандидат экономических наук,
старший научный сотрудник Института экономики РАН

Э. АХАТОВА

кандидат экономических наук,
научный сотрудник Института экономики РАН

Ю. ЕРОХИНА

соискатель Института экономики РАН

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ И ДЕНЕЖНО- ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ В ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

Рассматриваются ключевые факторы экономической динамики, ограничивающие возможности воздействия денежно-финансовой политики на рост российской экономики в период после кризиса 2008–2010 гг. Статья содержит систему взаимосвязанных аналитических таблиц, позволяющих осуществлять постоянный мониторинг денежно-финансовой политики и результатов ее влияния на макроэкономические индикаторы. На основе обширного статистического массива оцениваются механизмы и определяются принципы целенаправленного регулирования денежной и финансовой политики.

Ключевые слова: *денежная и финансовая политика, денежное предложение, платежный баланс, федеральный бюджет, взаимное кредитование, ставки процента, накопление капитала, чистый экспорт, предельная капиталоемкость выпуска.*

Авторы статьи ставят своей целью исследовать монетарные и финансовые факторы экономической динамики российской экономики в период после кризиса. Эту задачу можно подразделить на три части:

1. Исследовать реально функционирующие в российской экономике механизмы денежной и финансовой политики, что позволит разрабатывать теоретическую и методологическую основу для углубленного мониторинга процессов, протекающих в денежно-кредитной сфере из квартала в квартал, и из месяца в месяц.

2. Определить те «болевые точки», через которые возможно целенаправленное воздействие на эти механизмы или изменения самих механизмов, на результаты денежной и финансовой политики.

3. Четко обозначить важнейшие факторы экономической динамики, ограничивающие возможности влияния денежной и финансовой политики на экономический рост. К числу таких факторов относятся капиталоемкость прироста производства в различных видах деятельности и в экономике в целом, отраслевая структура выпуска, монопольное ценообразование и т.д.

В своем анализе авторы опираются на теорию портфельного выбора, развитую Джеймсом Тобином¹. В качестве субъектов экономики рассматриваются институциональные сектора: правительство, Центральный банк, домохозяйства, корпорации, банки. Субъекты экономики – получатели дохода делают два выбора: выбор между конечным потреблением и сбережением, и выбор между альтернативными формами использования сбережения (инвестиции в реальный капитал, деньги ЦБ, облигации правительства, банковские депозиты, кредиты, иностранные активы). Финансовые активы способствуют перераспределению сбережений между секторами экономики, соответственно изменение объема кредитов и депозитов опосредует перераспределение сбережений внутри частного сектора. В свою очередь, изменение количества денег ЦБ и запаса государственных облигаций влияет на перераспределение сбережений между частным и государственным сектором, изменение запаса чистых иностранных активов опосредует перераспределение сбережений между внутренней экономикой в целом и остальным миром. Основную часть производственных инвестиций осуществляют корпорации, денежная и финансовая политика способствует перераспределению сбережений в пользу корпораций и использованию их для реальных инвестиций.

Финансовая политика должна обеспечивать мобилизацию и использование во внутренней экономике той части национального сбережения, которая не инвестируется частным сектором в накопление реального капитала. В свою очередь, денежная политика должна удовлетворять спрос растущей экономики на деньги как посредника в транзакциях и как ликвидный актив. В рамках этого спроса денежное предложение ЦБ может служить источником безопасного финансирования бюджетного дефицита.

¹ Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост. М., URSS, 2010.

Особенности восстановительных процессов в российской экономике в 2010–2011 гг.

В 2011 г. российская экономика продолжала восстанавливаться после кризиса. Физический объем ВВП по итогам трех первых кварталов 2011 г. вплотную приблизился к докризисному уровню. Это, однако, не означает, что воспроизводилась структура производства, распределения и использования ВВП, существовавшая накануне кризиса. В распределении и использовании ВВП произошли существенные изменения, и пока рано судить о том, являются ли они необратимыми. Изменения в структуре и распределении ВВП сопровождались важными сдвигами в кредитно-денежной и финансовой политике.

В 2009 г., при общем сокращении физического объема производства на 7,8% по сравнению с предшествующим годом, валовое накопление сократилось более чем на 40%. Удельный вес конечного потребления увеличился с 65 до 74% ВВП, удельный вес валового сбережения снизился с 30 до 22% ВВП. В 2010–2011 гг. удельный вес валового сбережения и валового накопления постепенно повышался, но оставался значительно ниже докризисного уровня. Физический объем конечного потребления домашних хозяйств, по итогам первых трех кварталов 2011 г. вырос более чем на 30% по сравнению с сопоставимым периодом 2008 г. тогда как физический объем валового накопления составил лишь около 82% от уровня первых трех кварталов 2008 г.

В годы, предшествовавшие кризису, доля конечного потребления в ВВП России была существенно ниже, чем в большинстве развитых и развивающихся стран, а доля накопления – примерно такой же, как в странах Западной Европы и Северной Америки, и существенно ниже, чем в странах Юго-Восточной Азии. Зато беспрецедентно высокой была (и остается) доля чистого экспорта. Повышение доли конечного потребления (при условии, что речь не идет о престижном, показном потреблении) нужно признать вполне нормальным явлением, однако при сохранении возросшей доли конечного потребления и без отказа от массированного чистого экспорта поддержание высоких темпов инвестиций и экономического роста становится проблематичным.

Для российской экономики в течение всех лет после начала реформ характерно массированное превышение вывоза капитала над его ввозом, и, следовательно, значительный отрицательный разрыв между сбережением и накоплением. Даже в те годы, когда ввоз капитала частным сектором превышал его вывоз (2006 и 2007 г.), массированный прирост официальных валютных резервов обуславливал чистый вывоз капитала по экономике в целом.

В принципе, если страна имеет постоянный чистый вывоз капитала, она должна иметь положительное сальдо доходов от иностранных инве-

стиций. Особенность дисбалансов российской экономики заключается в том, что отрицательным является как сальдо операций с капиталом (вывоз капитала превышает его ввоз), так и сальдо счета с инвестиционными доходами (выплаченные доходы превышают доходы полученные). Вывоз капитала не сопровождается адекватной репатриацией прибыли, напротив, ввоз капитала сопряжен с более чем пропорциональным вывозом прибыли иностранных инвесторов.

В Прогнозах Минэкономразвития на 2011–2013 и 2012–2014 гг. предусматривается снижение доли чистого экспорта, чистых доходов иностранных инвесторов и чистого кредитования остального мира и соответствующее увеличение доли накопления основного капитала. Однако в этих докладах ничего не говорится о том, почему это произойдет и какие меры экономической политики должны этому способствовать. Авторы прогнозов ограничиваются утверждением, что в ближайшее время «можно ожидать» снижения доли чистого экспорта и повышения доля накопления. Но с еще большим основанием «можно ожидать» роста доходов иностранных инвесторов и вывоза капитала. Нерегулируемое трансграничное движение капиталов и доходов иностранных инвесторов в 2010–2011 гг., очевидно, не подтверждает оптимистические прогнозы.

Доля чистого вывоза за границу доходов иностранных инвесторов и работников и доля чистого вывоза капитала не снижается, а растет, или остается стабильно высокой (см. табл. 1).

Таблица 1

Чистый вывоз доходов и капитала из РФ (в % к ВВП)

	2008	2009	2010	2011
1. Баланс доходов и текущих трансфертов	3,0	3,5	3,5	3,3
2. Чистый вывоз капитала	8,5	3,6	2,3	4,8
3. Итого, чистый вывоз доходов и капитала (1+2)	11,5	7,1	5,8	8,1
4. Чистый экспорт	9,0	7,4	8,1	8,8
5. Прирост (+) / уменьшение (–) валютных резервов (4–3)	–2,5	0,3	2,3	0,7

Выбор агентов экономики между накоплением, реальными инвестициями и приростом иностранных активов оказывает решающее воздействие на темпы накопления реального капитала, причем активную роль в распределении сбережений между реальными инвестициями и чистым кредитованием остального мира могут играть как колебания инвестиционной активности, так и колебания в вывозе капитала

О динамике валового внутреннего продукта, валового располагаемого дохода, конечного потребления, валового сбережения, валового накопления и чистого кредитования остального мира в 2011 г. в российской экономике можно судить по данным национальных счетов, дополненных

данными платежного баланса, представленным в табл. 2. Из таблицы следует, что динамика валового внутреннего продукта зависит от инвестиционной активности не только на долгосрочном или среднесрочном, но и на краткосрочном отрезке времени, равном одному кварталу. Аналогичную картину дают данные за 2010 г..

Таблица 2

Национальные счета РФ за 2011 г. (млрд руб.)

	Кварталы				2011
	I	II	III	IV	
1. Валовой внутренний продукт	11410	12757	14056	16146	54369
2. Валовой внутренний продукт, включая статистическое расхождение	11259	12923	14456	16983	55621
3. Баланс доходов и текущих трансфертов*	313	574	459	403	1758
4. Валовой располагаемый доход (2–3)	10946	12349	13997	16580	53863
5. Конечное потребление	8226	8819	9304	10687	37036
6. Валовое сбережение (4–5)	2720	3530	4693	5893	16827
7. Валовое накопление	1779	2862	4160	5048	13849
8. Чистое кредитование остального мира по национальным счетам (6–7)	941	668	533	845	2978
9. Чистый вывоз капитала*	617	252	586	1189	2595
10. Изменение валютных резервов*	296	361	–52	–268	370
11. Чистое кредитование остального мира по платежному балансу (9+10)	913	613	534	921	2965

*Данные платежного баланса, умноженные на курс доллара к рублю, средний за период.

Даже на коротком отрезке времени рост инвестиций порождает дополнительный спрос на предметы потребления и дополнительные (индуцированные) инвестиции. Поэтому увеличение инвестиций внутри короткого отрезка времени совсем не обязательно требует сокращения конечного потребления, напротив, рост инвестиций может сопровождаться как ростом объема ВВП, так и ростом конечного потребления (хотя его доля в ВВП снижается). Единственный компонент ВВП, который сокращается в случае роста накопления – это спрос на иностранные активы (чистое кредитование остального мира)².

² Публикуемая Росстатом таблица «Использование валового внутреннего продукта» включает три агрегированных статьи: конечное потребление, валовое накопление и чистый экспорт товаров и услуг. По данным платежного баланса можно видеть, как доход в иностранной валюте, образовавшийся в результате чистого экспорта, распре-

Валовое накопление (см. табл. 2) подвержено наибольшим сезонным колебаниям. Уровень валового накопления в I квартале сокращается более чем в два раза по сравнению с IV кварталом предшествовавшего года. Затем начитается его постепенное восстановление. Наибольший темп рост валового накопления достигается в III квартале. В IV квартале уровень валового накопления и конечного потребления достигает годового максимума.

Сезонная динамика производства ВВП тесно связана с динамикой инвестиций. Спад в производстве ВВП в I квартале года, очевидно, связан с сезонным сокращением инвестиций в основной капитал. Сезонный спад валового накопления сказывается, частично, в сокращении квартальных показателей производства ВВП, частично – в увеличении чистого кредитования остального мира. При этом конечное потребление в абсолютном выражении несколько сокращается (несмотря на рост его доли в использовании ВВП), а чистое кредитование остального мира увеличивается не только относительно, но и в абсолютном выражении.

Поквартальная динамика валового внутреннего продукта, конечного потребления и валового накопления представлена в таблице 3. Как видно из данных таблицы, конечное потребление, относительно более стабильное, чем остальные составляющие ВВП, также снижается в I квартале года (по сравнению с IV кварталом предшествующего года), частично вследствие сокращения инвестиций, частично вследствие того, что в последнем квартале каждого года наблюдается предновогодний всплеск потребления.

Таким образом, динамика валового накопления влияет, во-первых, на колебания совокупного объема валового внутреннего продукта, во-вторых, на структуру использования сбережений, на соотношение между валовым накоплением и спросом на иностранные активы. Как следует из табл. 4, доля чистого кредитования остального мира возрастает в I квартале, снижается во II и III кварталах и вновь увеличивается в IV квартале года.

Это явление вполне объяснимо с точки зрения теории портфельного выбора: инвестиции в реальный капитал и вывоз капитала являются двумя альтернативными направлениями использования сбережений внутренней экономики в целом. Сокращение спроса на один из этих активов ведет к увеличению спроса на другой актив.

деляется между чистым вывозом доходов иностранных инвесторов и рабочих, чистыми трансфертами за границу, чистым спросом на иностранные активы и приростом валютных резервов. В те периоды, когда чистый вывоз доходов и капитала превышает чистый экспорт, валютные резервы сокращаются. До сих пор эти периоды были редкими и непродолжительными: 4 квартал 2008 г., 1 квартал 2009, 4 квартал 2010, второе полугодие 2011.

Таблица 3

Динамика валового ВВП, конечного потребления и валового накопления в РФ (в постоянных ценах 2008 г.) в % к четвертому кварталу предшествующего года

	Квартал				
	IV*	I	II	III	IV
2010					
Валовой внутренний продукт	100	85,2	91,9	99,4	104,5
Конечное потребление	100	91,0	96,0	99,0	101,9
Валовое накопление	100	44,3	75,7	137,3	139,3
2011					
Валовой внутренний продукт	100	84,8	90,9	99,7	
Конечное потребление	100	92,9	98,9	103,2	
Валовое накопление	100	45,8	64,0	117,0	

* IV квартал предшествующего года (2009 и 2010 г. соответственно).

Таблица 4

Доля чистого кредитования остального мира, в процентах ВВП

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
2010	10,4	5,1	1,5	3,0
2011	8,4	5,1	3,6	4,9

Итак, даже сезонные колебания валового накопления оказывают воздействие, во-первых, на уровень производства ВВП, во-вторых, на структуру его использования: чистое кредитование остального мира находится в обратной зависимости от уровня валового накопления.

Конечно, вывоз капитала зависит также от многих других факторов, в том числе внешних, и, следовательно, динамика вывоза капитала оказывает обратное воздействие на реальные инвестиции. Так, во II полугодии 2011 г. вывоз капитала усилился, частично из-за слабого спроса на реальные инвестиции, частично из-за других – внешних и внутренних – факторов. Тем не менее можно сделать вывод, что, при прочих неизменных условиях, правительство, добиваясь с помощью мер денежной и финансовой политики повышения темпа инвестиций, могло бы способствовать сокращению вывоза капитала и ускорению роста ВВП.

Платежный баланс, федеральный бюджет и денежное предложение Банка России

Динамика денежного предложения Центрального банка определяется не только активными операциями ЦБ, но и соотношением доходов и расходов правительства, в результате которого происходит перелив

денежных средств между обязательствами ЦБ перед правительством и обязательствами перед частным сектором, другими словами, между остатками средств на счетах правительства и денежной базой.

Активные операции ЦБ (за исключением кризисного периода в конце 2008 – начале 2009 гг., и двух последних кварталов 2011 г.) сводятся к покупке иностранной валюты. В результате динамика денежного предложения ЦБ определяется сочетанием двух факторов: состоянием платежного баланса и избытком (или дефицитом) федерального бюджета. Прирост или сокращение валютных резервов предполагает соответствующее увеличение или уменьшение денежного предложения ЦБ (с учетом поступлений в стабилизационные фонды, которые *фактически* не требуют дополнительного выпуска денег). Однако превышение доходов бюджета над расходами, если оно не уравнивается какими-либо дополнительными расходами правительства или активными операциями Центрального банка (например, расширением внутреннего кредита), ведет к изъятию (стерилизации) выпущенных денег высокой эффективностью. Если стерилизация денег высокой эффективности вследствие превышения доходов бюджета над расходами превышает количество денег, выпущенных ЦБ для покупки иностранной валюты, возможна ситуация, когда валютные резервы увеличиваются, а денежная база уменьшается, как это было в первом полугодии 2011 г. *Таким образом, денежное предложение Банка России детерминируется не заранее поставленными целями, а внешними для денежной политики обстоятельствами: избыточным или недостаточным предложением иностранной валюты на внутреннем рынке и дефицитом (профицитом) бюджета.*

Данные о спросе и предложении иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в I и II полугодии представлены в таблице 5. Из таблицы следует, что главным фактором превышения спроса на иностранную валюту над ее предложением во II полугодии 2011 г. было двукратное снижение внешних заимствований (ввоза капитала) и заметное усиление вывоза капитала. О размерах покупки иностранной валюты Центральным банком (и, соответственно, об объеме денежного предложения ЦБ по каналу покупки иностранной валюты) можно судить по приросту валютных резервов, за минусом прироста стабилизационных фондов.

В I полугодии 2011 г. официальные валютные резервы увеличивались, но денежная база сокращалась, следовательно, прирост средств на счетах бюджета, обусловленный бюджетным избытком, более чем уравнивал прирост количества денег высокой эффективности, связанный с покупкой иностранной валюты. Во II полугодии 2011 г. валютные резервы уменьшались, денежная база, вплоть до ноября, продолжала сокращаться, что вполне согласуется с сокращением валютных резервов. В ноябре началось сезонное расширение денежной базы без прироста валютных резервов, следовательно, денежное предложение ЦБ осущест-

Таблица 5

Спрос и предложение иностранной валюты в РФ в 2011 г. (млрд долл.)

	I полу- годие	II полу- годие	Год
Предложение иностранной валюты			
Экспорт товаров и услуг, кроме нефти и газа	106,7	129,3	236,0
Экспорт нефти и газа	164,9	175,6	340,4
Прирост обязательств (ввоз капитала)	43,1	21,8	65,0
Сокращение валютных резервов	–	10,4	–
Итого предложение иностранной валюты	314,8	337,0	641,4
Спрос на иностранную валюту			
Импорт товаров и услуг	187,3	228,1	415,4
Баланс текущих доходов и трансфертов	31,2	28,7	59,9
Прирост иностранных активов (вывоз капитала)	73,3	80,1	153,3
Прирост валютных резервов	23,0	–	12,6
Итого: спрос на иностранную валюту	314,8	337,0	641,4

влялось не по каналу покупки валюты, а в результате расширения внутреннего кредита Центрального банка. В декабре бюджет был сведен с крупным дефицитом, который финансировался за счет сокращения остатков на счетах правительства, в то же время продолжалось сокращение валютных резервов, а внутренний кредит центрального банка (кредиты банкам и запас государственных облигаций) почти не увеличился. Следовательно, сезонный рост денежной базы в декабре не был связан ни с покупкой иностранной валюты, ни с расширением внутреннего кредита, а обуславливался исключительно сокращением остатков на счетах правительства.

Переход от профицитного к дефицитному исполнению федерального бюджета по итогам 2009 г. непосредственно обусловлен экономическим кризисом. Снижение бюджетных доходов (прежде всего вследствие снижения цен на нефть)³ и непредвиденный рост бюджетных расходов, связанный с проведением антикризисных мероприятий, наблюдался и в 2010 г. По итогам 2010 г. дефицит федерального бюджета составил 1 811,8 млрд руб. Анализ динамики поквартальных показателей федерального бюджета (табл. 6) показывает, что основной прирост дефицита (в 3,7 раза) пришелся на IV квартал 2010 г., хотя в этот же период отмечался существенный по сравнению с предыдущими кварталами рост

³ По расчетам за 2010–2011 г. коэффициенты корреляции цены на нефть и доходов федерального бюджета составил 0,9, налоговых доходов – (плюс) 1,0, доходов от внешнеэкономической деятельности – (плюс) 0,8. Хотя выборка не является репрезентативной и результаты нельзя признать формально достоверными, они отражают сложившуюся зависимость.

средней цены на нефть и, как следствие, максимальный прирост доходов федерального бюджета (14,1%). В первую очередь, такой результат объясняется значительным ростом почти всех статей расходов: на национальную экономику, национальную оборону, правоохранительную деятельность, социальную сферу (здравоохранение, образование, социальную политику и т.д.).

Таблица 6

**Динамика доходов и расходов федерального бюджета РФ в 2010 г.,
в % к предыдущему кварталу**

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
Доходы федерального бюджета – всего	–12,0	4,5	–1,6	14,1
Налоговые доходы	12,4	–6,6	13,1	9,5
Неналоговые доходы	–19,0	25,2	–16,5	19,8
в т.ч. доходы от внешнеэкономической деятельности	–27,8	14,2	–0,2	20,6
Расходы федерального бюджета – всего	–31,2	–0,6	5,9	47,5
Общегосударственные вопросы, национальная оборона и правоохранительная деятельность	–37,2	10,4	–10,4	84,4
Национальная экономика и охрана окружающей среды	–56,7	–18,5	37,4	115,0
Жилищно-коммунальное хозяйство	–79,4	254,7	–17,0	142,1
Социальная сфера	–59,5	61,2	–12,2	92,0
Обслуживание государственного и муниципального долга	139,8	–66,0	189,1	–57,5
Межбюджетные трансферты	–2,7	–13,3	13,9	1,2
Изменение дефицита (рост(+)/снижение(–))	–74,9	–41,2	111,7	267,8

В 2011 г., несмотря на предусмотренный дефицит⁴, федеральный бюджет был сведен со значительным профицитом. Только по итогам IV квартала результатом исполнения федерального бюджета оказался дефицит в размере 700,1 млрд руб., однако благодаря накопленному профициту в первые три квартала, который составил 1 130,9 млрд руб., годовой результат оказался положительным (см. табл. 7).

⁴ Федеральный закон от 13.12.2010 № 357-ФЗ (ред. от 06.11.2011) «О федеральном бюджете на 2011 год и на плановый период 2012 и 2013 годов»/ СЗ РФ, 20.12.2010, № 51 (3 ч.), ст. 6809.

Таблица 7

**Динамика доходов и расходов федерального бюджета РФ в 2011 г.,
в % к предыдущему кварталу**

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
Доходы федерального бюджета – всего	4,3	21,8	–0,2	8,5
Налоговые доходы	6,3	17,6	1,4	2,4
Неналоговые доходы	–2,0	33,8	–3,4	15,5
в т.ч. Доходы от внешнеэкономической деятельности	–6,7	27,9	5,5	20,1
Расходы федерального бюджета – всего	–35,1	7,8	3,8	55,4
Общегосударственные вопросы, национальная оборона и правоохранительная деятельность	–43,9	27,6	–9,2	87,2
Национальная экономика и охрана окружающей среды	–54,9	42,7	2,8	124,4
Жилищно-коммунальное хозяйство	–47,5	–21,3	6,2	142,2
Социальная сфера	106,4	–9,4	12,0	22,7
Обслуживание государственного и муниципального долга	179,2	–69,3	319,9	–55,5
Межбюджетные трансферты	–87,3	43,2	–22,0	12,0
Изменение профицита (рост(+)/ снижение(–))	–	195,1	–18,7	–263,8

Поквартальная динамика доходов федерального бюджета в 2010 и 2011 гг. тесно корреспондирует с поквартальной динамикой ВВП. Расходы федерального бюджета подвержены более резким сезонным колебаниям, особенно в I и IV кварталах каждого года.

Первый квартал характеризуется снижением (как в 2010 г.) или незначительным ростом (как в 2011 г.) доходов бюджета. Причем доходы от внешнеэкономической деятельности заметно снижались, даже в том случае, когда цены на нефть росли, как это было в I квартале 2011 г. Несмотря на то, что таможенные пошлины на вывоз нефти непосредственно зависят от ее текущей рыночной цены, наблюдаемое сокращение поступлений в виде доходов от внешнеэкономической деятельности очевидно связано с сезонным сокращением валового накопления, снижением конечного потребления и ВВП в целом, что сказывается на падении импорта (следовательно, снижаются поступления от ввозных пошлин).

Во втором квартале эти доходы и общая сумма доходов федерального бюджета возрастают как в 2010, так и в 2011 г. В третьем квартале вновь

наблюдается небольшой спад (в 2010 г.) или замедление роста доходов бюджета (в 2011 г.), связанное с сокращением (замедлением роста) поступления налогов на товары и услуги, налога на прибыль, доходов от внешнеэкономической деятельности. Четвертый квартал уже традиционно характеризуется ускорением роста всех показателей, в особенности бюджетных расходов. В 2010 г. за IV квартал сформировалось более 60% итогового бюджетного дефицита, а в 2011 г. за три последних месяца образовался дефицит, который более чем в 2 раза сократил итоговый профицит федерального бюджета.

Если первый квартал традиционно характеризуется заметным снижением расходов федерального бюджета по сравнению с IV кварталом предыдущего года (на 31,2% в 2010 г. и на 35,1% в 2011 г.), то в IV квартале наблюдаются рекордные (по сравнению с другими кварталами того же года) темпы прироста бюджетных расходов по основным категориям.

Сезонная неравномерность финансовой политики с заметным «перекосом» в пользу IV квартала в точности корреспондирует с денежной политикой. В очередном бюджетном периоде планируется переход к использованию фискальных правил, начиная с 2015 г.⁵ Точнее, говорится о создании неких *предпосылок* к такому переходу. Речь идет прежде всего о размере нефтегазового трансферта, направляемого для покрытия дефицита федерального бюджета, который не должен превышать 3,7% ВВП, и величине ненефтегазового дефицита федерального бюджета, который не должен быть выше 4,7% ВВП. Достижение установленных показателей должно, по мнению законодателей, снизить зависимость федерального бюджета от нефтегазовых доходов, а следовательно, – от непредсказуемой рыночной конъюнктуры.

Вместе с тем ни данные 2011 г., ни запланированные Законом № 371-ФЗ⁶ показатели не дают оснований говорить о переломе сложившейся тенденции. Так, по итогам 2011 г. ненефтегазовый дефицит федерального бюджета составил 9,7% ВВП⁷, следовательно, 10,5% ВВП (отражающие разницу между фактическим профицитом и ненефтегазовым дефицитом) отражают объем нефтегазовых доходов, поступивших в федеральный бюджет. Фактически это и есть объем нефтегазового трансферта. В кризисный период (до 2015 г.) пополнение Резервного Фонда и Фонда национального благосостояния (по правилам, утверж-

⁵ Бюджетное послание Президента РФ Федеральному собранию от 29.06.2011 «О бюджетной политике в 2012–2014 годах»// Парламентская газета. № 32, 01-07.07.2011 [Электронный ресурс]. СПС «КонсультантПлюс»

⁶ Федеральный закон от 30.11.2011 № 371-ФЗ «О федеральном бюджете на 2012 год и на плановый период 2013 и 2014 годов»// Собрание законодательства РФ. 05.12.2011. № 49 (ч. 1–5) [Электронный ресурс]. СПС «КонсультантПлюс».

⁷ Официальный сайт Минфина РФ. – URL: <http://www.minfin.ru/ru/press/speech/index.php?id4=15225>.

денным БК РФ) приостановлено и понятие нефтегазового трансферта формально не применяется, поскольку практически все нефтегазовые доходы направляются в федеральный бюджет, автоматически покрывая его ненефтегазовый дефицит. Тем не менее для того чтобы оценить тенденцию и определить возможности для создания предпосылок к использованию фискальных правил, можно говорить о том, что в предстоящие три года и последующий трехлетний период закреплён 100%-й трансферт из нефтегазовых доходов на покрытие дефицита федерального бюджета. Следовательно, правомерно оценивать и его размер относительно ВВП.

На 2012 г. запланирован общий дефицит федерального бюджета в размере 1,5% от ВВП. Нефтегазовые доходы закреплёны на уровне 9,5% ВВП, соответственно, объём ненефтегазового дефицита может составить 11% от ВВП (см. табл. 8).

Таблица 8

Основные показатели Закона о Федеральном бюджете РФ на 2012 г. и предстоящий период 2013–2014 гг. (в млрд руб.)

№ п/п		2012	2013	2014
1.	Доходы федерального бюджета	11779,9	12705,9	14091,8
2.	Нефтегазовые доходы	5574,9	5645,8	6127,2
3.	Расходы федерального бюджета	12656,4	13730,6	14583,0
4.	Дефицит	–876,6	–1024,8	–491,1
	В % к ВВП			
5.	Доходы	20,1	19,6	19,4
6.	Нефтегазовые доходы	9,5	8,7	8,4
7.	Расходы	21,6	21,2	20,1
8.	Дефицит	1,5	1,6	0,7
9.	Ненефтегазовый дефицит (5-6-7)	11,0	10,3	9,1

В предстоящем периоде 2013–2014 гг. запланировано снижение объёма нефтегазовых доходов до 8,7 и 8,4% от ВВП соответственно. Таким образом, величина ненефтегазового дефицита также снизится до 10,3% от ВВП в 2012 г. и 9,1% от ВВП в 2013 г. В 2012 г. это связано с увеличением расходной части бюджета и ростом общего дефицита (в том числе вследствие снижения нефтегазовых доходов) относительно ВВП. В следующем году, напротив, снижение ненефтегазового дефицита обусловлено относительным ростом ненефтегазовых доходов и снижением общего размера дефицита к ВВП.

Тем не менее даже эти прогнозируемые значения далеки от установленного фискального правила. В настоящий момент практика свидетельствует о другом: хотя по итогам 2011 г. и удалось добиться сни-

жения ненефтегазового дефицита бюджета (незапланированного Законом о Федеральном бюджете на 2011 г. № 357-ФЗ), его объем на 5 процентных пунктов превышает установленный лимит (9,7% от ВВП против 4,7%). В абсолютном выражении речь идет о более чем 2,7 трлн руб., что в среднем сопоставимо с квартальным объемом доходов федерального бюджета (!). Очевидно, что в ближайшем среднесрочном бюджетном периоде добиться хотя бы 50%-го прироста ненефтегазовых доходов маловероятно, тем более что адекватных бюджетно-налоговых мер для достижения данной цели не предусмотрено.

При этом следует отметить, что размер общего дефицита федерального бюджета действительно планируется на уровне, близком к фискальному правилу – 1,0% от ВВП. Однако в российских условиях подобная формулировка не может однозначно свидетельствовать об эффективности проводимой бюджетно-налоговой политики, поскольку общее значение не учитывает масштабов ненефтегазового дефицита и объема нефтегазового трансферта. Очевидно, что как соотношение 11,0%/10,0% (ненефтегазовый дефицит/нефтегазовые доходы), так и соотношение 4,7%/3,7% в итоге дают одинаковое значение дефицита федерального бюджета – 1,0% от ВВП. При этом в первом случае резкое негативное изменение мировой экономической конъюнктуры приведет к серьезным потерям бюджета и формированию высокого уровня бюджетного дефицита, в то время как во втором случае риски колебания нефтяных цен значительно меньше скажутся на результатах исполнения бюджета.

Таким образом, пока рано говорить о создании реальных механизмов для введения, начиная с 2015 г., правил использования нефтегазовых доходов и ограничений на размер дефицита федерального бюджета. Более того, представляется, что в сложившейся практике реализации финансовой политики преждевременно введение столь жестких и необоснованных фискальных правил.

В течение первых трех кварталов 2011 г., более 90% избытка федерального бюджета (за минусом потерь на валютном курсе) оседало на счетах по учету средств бюджета, что обусловило массивный прирост остатков на счетах правительства в ЦБ, перевешивавшего прирост денежной базы, обусловленный покупкой иностранной валюты в I полугодии 2011 г.

Формирование и использование избытка федерального бюджета в течение января-октября 2011 г. представлено в таблице 9. Реальный избыток федерального бюджета включал в себя не только сумму объявленного профицита, но и прирост внутреннего федерального долга, доходы от приватизации (и другие, не приведенные в таблице доходы, не предусмотренные бюджетом). В результате реальный избыток бюджета кратно превышал объявленный профицит и составил, по итогам трех кварталов 2011 г., 6,9% произведенного ВВП.

Таблица 9

**Формирование и использование избытка федерального бюджета РФ
в январе–октябре 2011 г.* (млрд руб.)**

	I квартал	II квартал	III квартал	Октябрь
Избыток бюджета (+), дефицит (–), всего	828,0	884,3	908,2	607,4
В том числе:				
прирост объявленного профицита	178,0	525,5	427,4	291,9
прирост федерального долга	284,5	357,7	119,7	304,7
прирост доходов от приватизации	106,9	7,2	1,4	3,0
выигрыш на валютном курсе	–	–	309,9	–
использование бюджетного избытка (финансирование дефицита), всего	828,0	884,3	908,2	607,4
В том числе:				
прирост средств на счетах бюджета	653,5	805,0	860,8	463,6
бюджетные кредиты	38,9	37,1	22,0	–4,8
погашение внешнего долга РФ**	20,9	33,8	22,0	2,3
потери на валютном курсе	114,3	8,8	–	145,4
справочно: избыток федерального бюд- жета в % к ВВП	7,3	6,9	6,5***	

*В таблице приведены только основные источники формирования избытка бюджета и направления его использования, поэтому общая сумма избытка бюджета не совпадает с суммой приведенных статей. **Включая другое использование за границей. ***Всего по итогам трех первых кварталов 2011 г. избыток бюджета составил 6,9% ВВП.

Наращивание государственного долга в условиях профицита ведет к изъятию инвестиционных ресурсов, к сокращению внутреннего агрегированного спроса. В лучшем случае средства, привлеченные в результате размещения государственного долга в условиях профицита, используются Центральным банком для кредитования банков и других финансовых корпораций. Однако нужно иметь в виду, что сам факт размещения значительных выпусков государственных облигаций способствует повышению процентных ставок или сдерживает их снижение. Ставки по государственным облигациям превышают ставки по депозитам физических лиц и организаций, следовательно, поступления, связанные с приростом внутреннего долга, не могут быть дешевым ресурсом кредитования.

Возможно, что в дальнейшем, когда размещения государственных облигаций станут действительно необходимы для финансирования дефицита, ресурсы внутреннего рынка окажутся исчерпанными, а размещение под приемлемые процентные ставки станет невозможным. В октябре 2011 г., в условиях нарастающего избытка федерального бюджета, государственный внутренний долг увеличился на 305 млрд руб.,

в ноябре, когда бюджет стал дефицитным, внутренний государственный долг не вырос, а сократился на 14 млрд руб., что равнозначно увеличению реального дефицита, а не его финансированию. В декабре, когда реальный дефицит бюджета составил 1215 млрд руб., прирост государственного внутреннего долга составил всего 9,1 млрд руб. (см. табл. 10).

Таблица 10

Формирование и финансирование дефицита федерального бюджета РФ в ноябре–декабре 2011 г. (млрд руб.)

Формирование дефицита			Финансирование дефицита		
	Ноябрь	Декабрь		Ноябрь	Декабрь
Объявленный дефицит	53,4	938,6	Прирост внутреннего долга		9,1
Погашение внутреннего долга	14,0		Сокращение остатков на счетах бюджета	21,6	1132,7
Погашение внешнего долга	1,0	25,2	Доходы от приватизации	2,3	5,4
Бюджетные кредиты	2,3		Выигрыш на валютном курсе	57,6	43,5
Иные, нерасшифрованные расходы	10,5	251,5	Неуказанные доходы	0,5	3,8
Покупка драгметаллов	0,8		Сокращение бюджетных кредитов		11,8
			Переоценка драгметаллов		9,0
Итого: реальный дефицит	82,0	1215,3	Итого: финансирование дефицита	82,0	1215,3

Публикуемые ЦБ таблицы «Баланс Банка России» и «Обзор Центрального банка» дают представление о том, как используются средства бюджета, оседающие на счетах в ЦБ. Аналитическое представление Обзора Центрального банка за 2011 г. представлено в табл. 11⁸.

⁸ Заметим, что динамика чистых международных резервов по Обзору Центрального банка зависела не только (и даже не столько) от прироста валютных резервов по платежному балансу, сколько от динамики валютного курса и переоценки всей массы валютных резервов (в рублях). Так, в I квартале 2011 г. валютные резервы в долларах (по платежному балансу) выросли, но международные резервы в рублях (по Обзору ЦБ) сократились. В III и IV кварталах валютные резервы в долларах сократились, но в рублях выросли. В пассиве Обзора ЦБ переоценка валютных резервов отражается в статье «прочие пассивы», которая четко корреспондировала со статьей актива «чистые международные резервы». Так, во II полугодии 2011 г. валютные резервы (в дол-

Таблица 11

Аналитическая группировка Обзора Центрального банка РФ за 2011 г.,
(млрд руб.)*

	І кв.	ІІ кв.	ІІІ кв.	Ок- тябрь	Июль- октябрь	Но- ябрь	Де- кабрь
Чистые иностранные активы	-316	443	1721	-749	973	305	52
Кредиты и депозиты	-8	-3	483	443	927	209	8
Долг правительства	-16	-18	13	-3	10	3	5
Другие активы	-3	-14	0	4	4	-5	0,0
Итого: по активу	-343	407	2220	-303	1915	512	65
Обязательства перед правительством	925	604	788	309	1095	15	-1322
Денежная база	-676	-104	-3	-146	-148	203	1179
Прочие пассивы	-591	-93	1435	-466	970	294	208
Итого: по пассиву	-343	407	2220	-303	1915	512	65

* Статья «кредиты и депозиты» включает кредиты, депозиты и другие требования ЦБ к кредитным и другим финансовым организациям и, в незначительном размере, – требования к государственным нефинансовым организациям. Статья «обязательства перед расширенным правительством» включает изменение капитала ЦБ. Статья «прочие пассивы» отражает переоценку международных резервов, а также включает депозиты других секторов, главным образом, нефинансовых государственных предприятий, и чистые не указанные в Обзоре ЦБ пассивы.

Остатки на счетах правительства в ЦБ с января по октябрь быстро росли, но использовались они по-разному: В I квартале избыточные доходы бюджета, по сути дела, стерилизовались, во II квартале – использовались для прироста международных резервов, и только в III квартале и в октябре 2011 г. прирост остатков на счетах правительства использовался для кредитования частного сектора – банков и других финансовых организаций.

Как уже говорилось ранее, в течение всего периода с января по октябрь 2011 г. основная часть избытка федерального бюджета оседала на счетах

ларах) сократились, однако вследствие ослабления рубля и повышения курса доллара международные активы в балансе ЦБ, выраженные в рублях, выросли на 970 млрд руб. В пассиве баланса ЦБ переоценка международных резервов отразилась в приросте «других пассивов» (на 973 млрд руб.). В дальнейшем анализе той и другой статей баланса ЦБ (приростом международных активов и приростом «других пассивов») можно пренебречь.

в Банке России. Однако использование Центральным банком ресурсов бюджета в июле–октябре 2011 г. качественно изменилось по сравнению с I полугодием.

О том, насколько масштабным был этот прирост кредита частному сектору, можно судить по следующим данным: В 2009 г. кредит ЦБ частному сектору сократился на 1909 млрд руб., в 2010 г. – на 1377 млрд руб.; за июль–октябрь 2011 г. прирост кредита ЦБ частному сектору составил 927 млрд руб., причем почти половина этой суммы (443 млрд руб.) пришлось на октябрь. Можно говорить о качественном изменении денежно-кредитной политики Центрального банка во втором полугодии 2011 г., об отказе (по крайней мере, частичном) от жесткой денежно-кредитной рестрикции. Гибкая кредитная политика ЦБ, до некоторой степени, уравновешивала (или, по крайней мере, смягчала) негативные последствия жесткой бюджетно-финансовой рестрикции, потому что избыточные средства бюджета во II полугодии 2011 г. использовались для кредитования банковской системы и других финансовых посредников, и, таким образом, вновь вливались в экономику.

В ноябре, впервые с начала года, бюджет был сведен с дефицитом (хотя и относительно небольшим). Обязательства ЦБ перед расширенным правительством практически не выросли (что соответствовало ситуации бюджетного дефицита). Международные резервы (в рублях) выросли исключительно за счет снижения курса рубля. Следовательно, эмиссия денег ЦБ для покупки иностранной валюты не осуществлялась. Тем не менее денежная база в ноябре, впервые с начала года, не сократилась, а выросла и явилась единственным реальным ресурсом для активных операций Центрального банка. При этом прирост денежной базы четко корреспондировал с приростом кредитов, предоставленных коммерческим банкам и размещенным в них депозитам. *Таким образом, сезонное расширение денежной базы, начавшееся в ноябре, теперь полностью использовалось для кредитования банковского сектора.* В результате, не смотря на отсутствие бюджетного избытка, размещаемого в коммерческих банках, прирост кредитов ЦБ коммерческим банкам в ноябре продолжался, хотя и значительно меньшими темпами, чем в октябре 2011 г.

В декабре 2011 г. дефицит федерального бюджета резко возрос. Расходы федерального бюджета за декабрь 2011 г. превысили его доходы почти на 940 млрд руб. Дефицит финансировался главным образом за счет сокращения остатков на счетах правительства в Центральном банке. Сезонный предновогодний всплеск расходов бюджета привел к росту денежной базы, *но исключительно за счет сокращения остатков на счетах правительства*, так что рост денежной базы в декабре не сказался на активных операциях Банка России: прирост внутреннего кредита ЦБ был близок к нулю.

Кредитная активность коммерческих банков и взаимное кредитование институциональных секторов российской экономики

Теперь рассмотрим, как изменения политики ЦБ сказывались на структуре ресурсов и кредитной активности коммерческих банков. Аналитическая группировка статей Обзора кредитных организаций за 2011 г. представлена в таблице 12. Обязательства кредитных организаций перед Центральным банком сокращались в I квартале 2011 г.⁹, оставались примерно на прежнем уровне во II квартале, и, начиная с III квартала, стали существенно увеличиваться. Наряду с кредитами Банка России (формировавшимися, как было показано выше, в основном, за счет обязательств ЦБ перед правительством), источником ресурсов коммерческих банков непосредственно служили средства федеральных и местных властей, размещаемые в коммерческих банках.

В течение трех первых кварталов 2011 г. обязательства коммерческих банков перед федеральным правительством и местными властями увеличивались нарастающим темпом. Вливание в кредитную систему бюджетных средств позволило наращивать кредиты нефинансовым корпорациям и домохозяйствам, несмотря на сокращение денежной базы. Впервые кредиты домохозяйствам росли быстрее, чем их депозиты, так что во III квартале 2011 г. сектор домашних хозяйств перестал быть чистым кредитором банковской системы.

В течение января-октября одним из важнейших ресурсов кредитных организаций было сокращение резервов ликвидности, т.е. обязательств Центрального банка. В I квартале года за счет сокращения резервов ликвидности формируется около половины ресурсов кредитных организаций.

В сумме, прирост заимствований у расширенного правительства (включая ЦБ) и сокращение обязательств расширенного правительства (главным образом – резервов ликвидности) были основными источниками ресурсов кредитных организаций в течение первых трех кварталов года.

В ноябре, в условиях возобновившегося бюджетного дефицита, остатки на счетах правительства в кредитных организациях стали сокращаться, однако обязательства перед Центральным банком продолжали расти. Центральный банк продолжил кредитование коммерческих банков, но теперь уже не за счет остатков на счетах бюджета, а за счет увеличения денежной базы. Расширение денежного предложения ЦБ, очевидно, способствовало поддержанию кредитной активности банков и росту депозитов, главным образом – депозитов корпораций. В декабре,

⁹ Обязательства коммерческих банков перед ЦБ, резко возросшие на острой фазе кризиса в конце 2008 г., затем сокращались в течение 2009, 2010 и I квартала 2011 г. Во II квартале 2011 г. они практически не изменились.

Таблица 12

**Аналитическое представление обзора кредитных организаций в РФ
за 2011 г. (млрд руб.)**

	1 кв.	2 кв.	3 кв.	Ок- тябрь	Ноябрь	Де- кабрь	4 кв.	Год
Сбережение кредитных организаций	177	48	293	114	67	32	213	731
Прирост пассивов								
Иностранные обязательства		147	642		388	95	245	868
Обязательства перед правительством	234	457	651					481
Обязательства перед ЦБ		5	212	451	212	24	687	895
Депозиты населения	194	497	410		189	807	952	2053
Обязательства перед корпорациями		55	958		537	1194	1594	2489
Перетасовка активов								
Сокращение резервов ликвидности	532	387	222	146				422
Сокращение требований к правительству				22	13			
Итого: ресурсов	1138	1595	3389	732	1406	2153	4292	7940
Прирост активов								
Иностранные активы	133	278	837	32	344	13	389	1637
Резервы ликвидности					150	715	719	
Государственный долг	194	61	371			139	104	730
Кредиты населению	74	400	545	123	170	227	520	1529
Кредиты корпорациям	444	855	1636	55	609	435	1099	4044
Сокращение обязательств								
Иностранные обязательства	166			238				
Обязательства перед ЦБ	9							
Обязательства перед правительством				102	133	626	861	
Обязательства перед населением				44				
Обязательства перед корпорациями	118			137				
Итого: использование	1138	1595	3389	732	1406	2153	4292	7940

Таблица 13

Чистое кредитование и чистое заимствование банковской системы РФ по институциональным секторам российской экономики в 2011 г. (млрд руб.)

	1 квар- тал	2 квар- тал	3 квар- тал	Ок- тябрь	Но- ябрь	Де- кабрь	Год
Чистое кредитование, всего	860	932	1007	630	130	1453	2323
Кредитные организа- ции	177	48	293	114	67	32	731
ЦБ и правительство	563	788	714	517			1068
Домохозяйства	120	97			19	580	524
Корпорации						759	
Остальной мир					44	82	
Чистое заимствова- ние, всего	-860	-932	-1007	-630	-130	-1453	-2323
Остальной мир	-299	-131	-195	-270			-769
ЦБ и правительство					-58	-1453	
Домохозяйства			-135	-167			
Корпорации	-562	-800	-678	-192	-72		-1554

Таблица 14

Чистое кредитование и чистое заимствование банковской системы по институциональным секторам российской экономики в 2011 г. (в % к итогу)

	1 кв.	2 кв.	3 кв.	Ок- тябрь	Но- ябрь	Де- кабрь	Год
Чистое кредито- вание, всего	100	100	100	100	100	100	100
Кредитные органи- зации	20,6	5,1	29,1	17,9	51,5	2,2	31,5
ЦБ и правитель- ство	65,5	84,5	70,9	82,1			46,0
Домохозяйства	14,0	10,4			14,6	39,9	22,5
Корпорации						52,2	
Остальной мир					33,8	5,6	
Чистое заимство- вание, всего	100	100	100	100	100	100	100
Остальной мир	34,7	14,1	19,3	42,9			33,1
ЦБ и правитель- ство					44,6	100	
Домохозяйства			13,4	26,6			
Корпорации	65,3	85,9	67,3	30,5	55,4		66,9

как уже говорилось, сезонное расширение денежной базы было связано не с активными операциями ЦБ, а с уменьшением остатков на счетах правительства. Тем не менее увеличение денежного предложения ЦБ, даже в условиях свертывания его активных операций, сопровождалось ростом депозитов домашних хозяйств и корпораций. Банки смогли и дальше наращивать объем кредитования, но большую часть сезонного прироста своих ресурсов благоразумно предпочли использовать для увеличения резервов ликвидности.

Теперь от рассмотрения валового кредитования и валового заимствования банковского сектора перейдем к рассмотрению *чистого кредитования и чистого заимствования*. Такое рассмотрение позволяет представить процесс перераспределения сбережений между секторами экономики при посредстве банковской системы.

Как видно из табл. 13 и 14, в течение января-октября 2011 г., когда бюджет сводился с крупным избытком, расширенное правительство, включая ЦБ, оставалось основным чистым кредитором остальных секторов экономики, а домохозяйства из чистого кредитора превратились в чистого заемщика. Нужно подчеркнуть, что даже в те месяцы и кварталы 2011 г., когда домохозяйства выступали в качестве чистого кредитора банковской системы, их роль в чистом кредитовании остальных секторов была невелика по сравнению с предшествующими годами. По итогам года домохозяйства оказались чистым кредитором банковской системы, но почти исключительно – за счет сезонного роста их депозитов в последнем месяце года.

В ноябре–декабре 2011 г., когда бюджет вновь стал дефицитным, расширенное правительство превратилось в чистого заемщика. Для сравнения в табл. 15 представлена структура чистого кредитования и чистого заимствования кредитных организаций в 2010 и 2011 гг.

Таблица 15

Структура чистого кредитования и чистого заимствования кредитных организаций в РФ, в 2010 и 2011 гг., в % к итогу

	2010	2011		2010	2011
Валовое сбережение кредитных организаций	24,6	31,5	Чистое кредитование		
Чистое заимствование			Корпорации	20,0	66,9
Остальной мир	8,5	–	Остальной мир	–	33,1
Правительство и Центральный банк	–	46,0	Правительство и Центральный банк	80,0	–
Домохозяйства	66,9	22,5			
Итого: валовое сбережение и чистое заимствование банков	100	100	Итого, чистое кредитование банками	100	100

Из таблицы следует, что роль кредитных организаций как посредников в перераспределении сбережений между институциональными секторами в 2011 г. качественно изменилась по сравнению с 2010 г. В 2010 г. банки абсорбировали, главным образом, сбережения домохозяйств и предоставляли дополнительные средства расширенному правительству и корпорациям. Чистое кредитование, предоставляемое домохозяйствами банкам, составляло в 2010 г. $\frac{2}{3}$ ресурсов банковского сектора. В условиях бюджетного дефицита кредитование расширенного правительства (включая ЦБ) и погашение задолженности перед расширенным правительством в 2010 г. поглощало 80% ресурсов коммерческих банков, чистое кредитование корпораций – 20%. Остальной мир выступал как чистый кредитор.

Напротив, в 2011 г. основным чистым кредитором банковской системы стало расширенное правительство. Банки получили возможность качественно увеличить перераспределение сбережений в пользу корпораций. Чистое кредитование корпораций поглотило $\frac{2}{3}$, а чистое кредитование остального мира (включая погашение обязательств банков перед остальным миром) – около $\frac{1}{3}$ ресурсов банков.

Главное отличие ситуации 2011 г. – это превращение расширенного правительства (включая ЦБ) в основного чистого кредитора, и уменьшение роли чистого кредитования остальных секторов домашними хозяйствами. Причем по итогам первых трех кварталов роль правительства и Центрального банка в качестве чистых кредиторов была значительно большей, а роль домохозяйств – значительно меньшей, чем по итогам за год. Однако в условиях возобновившегося бюджетного дефицита и сохраняющейся тенденции к росту конечного потребления домашних хозяйств прогнозируемое повышение и даже сохранение достигнутого уровня кредитования нефинансовых корпораций представляется проблематичным.

Конечно, система коммерческих банков – не единственный финансовый посредник. Кроме того, часть взаимного кредитования секторов осуществляется без финансового посредничества. Кредитование (и заимствование) остального мира осуществляют не только банки, но и нефинансовые корпорации, и расширенное правительство, и домохозяйства. Кредитование расширенного правительства осуществляют не только банки, но и корпорации (прирост запаса государственных облигаций), и домохозяйства (прирост запаса наличных денег) и т.д. Поэтому взаимное кредитование секторов посредством банковской системы, и по экономике в целом, существенно различаются.

Комбинируя данные национальных счетов, платежного баланса, банковской и финансовой статистики, получаем табл. 16, дающую представление о взаимном кредитовании институциональных секторов в

Таблица 16

Взаимное кредитование институциональных секторов российской экономики в 2011 г. (млрд руб.)

Кредиторы	Заемщики						
	Остальной мир	Правительство	ЦБ	Домашние хозяйства	Корпорации	Кредитные организации	Итого: кредитование
Остальной мир		–15	–9		1063	868	1907
Правительство	21					481	502
ЦБ	426	–15				895	1306
Домохозяйства	103		876			2053	3032
Корпорации	2683	176				2489	5348
Кредитные организации	1637	730	–422	1529	4044		7518
Итого: заимствования	4870	876	445	1529	5107	6786	19613
Итого кредитование	1907	502	1306	3032	5348	7518	19613
Чистое кредитование (+), чистое заимствование (–)	–2963	–374	861	1503	241	732	
Чистое кредитование (+), чистое заимствование (–) в % ВВП	–5,4	–0,7	1,6	2,8	0,4	1,3	

экономике в целом¹⁰. Из таблицы следует, что крупнейшим чистым кредитором по экономике в целом по итогам за год был сектор домашних хозяйств, единственным чистым заемщиком – остальной мир.

¹⁰ В платежном балансе, в счете движения капитала выделяются следующие сектора: сектор государственного управления, органы денежно-кредитного регулирования, банки и «прочие сектора». В число «прочих секторов» входят нефинансовые корпорации, финансовые корпорации и кредитные организации (кроме банков) и домохозяйства.

Прирост иностранных активов сектора государственного управления и органов денежно-кредитного регулирования включает в себя изменение официальных валютных резервов. К активам сектора государственного управления относится изменение стабилизационных фондов, к активам органов денежно-кредитного регулирования относится разность между изменением официальных резервов и стабилизационных фондов.

К приросту иностранных активов домохозяйств мы относим прирост запаса иностранной валюты и «другие активы». Прирост иностранных активов кредитных организаций мы принимаем по данным «Обзора кредитных организаций». Вычитая из общей суммы прироста активов по платежному балансу (переведенному в рубли) прирост активов сектора государственного управления, органов денежно-кредитного регулирования, домохозяйств и кредитных организаций, получаем прирост активов «корпораций», в состав которых входят нефинансовые корпорации и финансовые корпорации, кроме кредитных организаций.

Доступная информация позволяет построить такие таблицы за каждый квартал. Поквартальные расчеты взаимного кредитования секторов мы не приводим из-за ограниченности объема статьи. Приведем лишь поквартальные данные о чистом кредитовании и чистом заимствовании секторов российской экономики, в % к ВВП (см. табл. 17).

Таблица 17

Чистое кредитование (+), чистое заимствование (–) в 2011 г. (в % к ВВП)

	Остальной мир	Правительство и ЦБ	Домохозяйства	Корпорации	Кредитные организации
I квартал	–8,1	9,0	–0,2	–1,9	1,1
II квартал	–5,3	4,8	2,6	–2,5	0,4
III квартал	–3,8	5,0	0,6	–4,3	2,5
IV квартал	–4,7	–11,7	6,8	8,7	0,9
Год	–5,4	0,9	2,8	0,4	1,3

Как видно из данных приведенной таблицы, остальной мир в течение всех четырех кварталов выступал в роли чистого заемщика, хотя масштабы кредитования остального мира были подвержены сезонным колебаниям. Правительство в течение трех первых кварталов выступало как чистый кредитор, но в IV квартале оно явилось основным чистым заемщиком. Корпорации были чистым заемщиком в течение I–III кварталов, но в IV квартале превратились в чистого кредитора.

Результаты проведенных нами расчетов за год кардинально расходятся с прогнозами и оценками Минэкономразвития. Таблица 18 позволяет сравнить данные о чистом кредитовании и чистом заимствовании секторов российской экономики (в % к ВВП), рассчитанные авторами (на основе национальных счетов, платежного баланса, банковской и финансовой статистики) и соответствующие показатели, содержащиеся в прогнозе Минэкономразвития.

Согласно оценке Минэкономразвития, основным чистым заемщиком в 2011 г. были нефинансовые корпорации. Наши расчеты показали, что корпорации (кроме банков) выступали в качестве чистых кредиторов, а единственным чистым заемщиком в 2011 г. был остальной мир – в его кредитовании участвовали все сектора внутренней экономики¹¹. Чистое

¹¹ Нужно иметь в виду, что сектора, выделяемые в национальных счетах и в документах Минэкономразвития, не вполне тождественны секторам, которые представлены в таблице 15. Так, в табл. 15 в состав сектора «корпорации» включаются не только нефинансовые корпорации, но и часть финансовых корпораций (кроме кредитных организаций). Согласно нашей оценке нефинансовые корпорации были в 2011 г. не чистым кредитором, а чистым заемщиком, но объем чистого заимствования нефинансовых корпораций составлял всего 1,6% ВВП, а не 7,4%, как предполагалось в прогнозе Минэкономразвития на 2012–2014 гг.

Таблица 18

Чистое кредитование и чистое заимствование институциональных секторов российской экономики, в % к ВВП

По национальным счетам, платежному балансу, банковской и финансовой статистике за 2011 г.		По оценке Минэкономразвития на 2011 г., представленной в сентябре 2011 г.	
Чистое кредитование			
Кредитные организации	1,3	Финансовые корпорации	3,1
Правительство и Центральный банк	0,9	Сектор государственного управления	0,6
Домохозяйства	2,8	Домохозяйства	5,9
Корпорации	0,4	НКООДХ	0,1
Итого: чистое кредитование	5,4	Итого чистое кредитование	9,7
Чистое заимствование			
Остальной мир	5,4	Остальной мир	2,3
		Нефинансовые корпорации	7,4
Итого: чистое заимствование	5,4	Итого чистое заимствование	9,7

кредитование, предоставленное домохозяйствами, в докладе Минэкономразвития преувеличено более чем вдвое.

Минэкономразвития прогнозирует, что превращение правительства в чистого заемщика и постепенное уменьшение чистого кредитования домохозяйствами других секторов будет восполнено, главным образом за счет внешних заимствований. Расчеты Минэкономразвития, содержащиеся в Прогнозе на 2012 г. и плановый период 2013–2014 гг., представлены в табл. 19.

В соответствии с прогнозом Минэкономразвития, сектор государственного управления уже в 2012 г. превратится в чистого заемщика (бюджет будет сводиться с дефицитом). Роль сектора домашних хозяйств в качестве чистого кредитора будет постепенно уменьшаться (ход событий, очевидно, опережает прогнозы). Тем не менее доля чистого кредитования нефинансовых корпораций в ВВП возрастет. *Практически единственным источником, обеспечивающим рост чистого кредитования нефинансовых корпораций, в соответствии с прогнозами Минэкономразвития, оказывается остальной мир, который из чистого заемщика превращается в чистого кредитора.* Другими словами, предусматриваются массированные чистые внешние заимствования российской экономики, и только благодаря внешним заимствованиям оказывается возможным намечаемый темп валового накопления и экономический рост.

Таблица 19

Чистое кредитование (+) / чистое заимствование (–) институциональных секторов в РФ, в % к ВВП (по прогнозу Минэкономразвития РФ)

	2011	2012	2013	2014
Нефинансовые корпорации	–7,4	–8,3	–8,8	–8,7
Финансовые корпорации	3,1	3,2	3,3	3,4
Государственное управление	0,6	–0,3	–1,0	–0,6
Домашние хозяйства	5,9	4,7	3,6	2,6
НКООДХ*	0,1	0,1	0,1	0,1
Остальной мир**	–2,3	0,6	2,8	3,2

* Цифры, приведенные в прогнозе Минэкономразвития, округляются до 0,1% ВВП.

** Данные о кредитовании остального мира принимаются как сальдирующая величина.

Можно ли согласиться с прогнозом Минэкономразвития, согласно которому дальнейший рост российской экономики можно финансировать за счет чистого заимствования у остального мира? Есть веские предпосылки, чтобы усомниться в обоснованности такого прогноза. Ввоз капитала давно уже перестал быть фактором роста российской экономики. Как видно из данных таблицы 20, ввоз капитала сопровождается

Таблица 20

Ввоз капитала и вывоз инвестиционных доходов в РФ (млрд долл.)

Годы	Ввоз капитала	Вывоз прибыли	Вывоз прибыли в % от ввоза капитала	Вывоз прибыли в % от ввоза капитала в предшествующем году
2004	36,7	23,3	63,5	83,5
2005	53,4	33,5	62,7	91,2
2006	68,2	53,1	77,9	99,4
2007	208,0	68,2	32,8	100,1
2008	100,2	92,8	92,6	44,6
2009	6,4	61,3	961,0	61,2
2010	44,0	73,8	168,9	1158,2
2011	65,0	86,6	133,2	196,8
Всего за 2004–2011	581,9	492,6	84,7	

нарастающим вывозом прибыли иностранных инвесторов, который с лагом в 1–2 года количественно уравнивает ввоз капитала. Улучшение счета операций с капиталом и финансовыми инструментами платежного баланса почти автоматически ведет к равновеликому ухудшению счета текущих операций.

В 2004–2006 гг. объем вывоза прибыли иностранных инвесторов быстро приближался к объему ввоза капитала в предшествующем году и в 2007 г. превысил этот уровень. Аномальный всплеск ввоза капитала в 2007 г. привел к тому, что вывоз прибыли в 2008 г. составил лишь 45% от ввоза капитала в предшествующем, 2007 г.

После кризиса вывоз прибыли иностранных инвесторов постоянно превышал ввоз капитала, как и в предшествующем, так и в текущем году. В 2010 г. (первом году после кризиса) вывоз прибыли превысил ввоз капитала в 2009 г. более чем на порядок, а в течение первых трех кварталов 2011 г. вывоз прибыли превысил ввоз капитала за первые три квартала 2010 г. в 2,3 раза. Как нам представляется, приведенные расчеты ясно показывают, что рост внешних заимствований не может восполнить недостаток внутренних ресурсов финансирования инвестиций в производственный капитал.

Сказанное, однако, не означает, что российская экономика не обладает ресурсами, позволяющими заместить чистое кредитование нефинансовых корпораций сектором домашних хозяйств или, в условиях бюджетного профицита, – сектором государственного управления. Главные и пока не использованные источники внутреннего кредитования и накопления капитала, по нашему мнению, таковы:

1. Постепенное сведение к нулю чистого вывоза капитала и доходов иностранных инвесторов, которые в сумме составляли в последние годы 7–8% ВВП. В таком случае доля валового накопления в ВВП могла быть увеличена, ориентировочно, до 30%, без уменьшения доли расходов на конечное потребление. В той мере, в какой чистый вывоз капитала и прибыли осуществляют банки и домохозяйства, могло быть увеличено кредитование нефинансовых корпораций.

Но это возможно лишь при условии восстановления валютного контроля, как над вывозом, так и над ввозом капитала. Если чистый вывоз капитала и инвестиционных доходов по-прежнему останется неуправляемым, в ближайшие годы вполне возможна ситуация, когда чистый экспорт сократится (либо в результате роста импорта, либо в результате падения цен экспорта), а вывоз доходов и капиталов будет покрываться за счет сокращения официальных резервов, как это было в конце 2008 г. В меньших масштабах часть вывоза капитала финансировалась за счет сокращения валютных резервов во II полугодии 2011 г.

2. Использование эмиссионного ресурса ЦБ для наращивания внутреннего кредита. В январе-октябре 2011 г. денежная база сокращалась,

следовательно, потенциальные возможности эмиссии Центрального банка вообще не использовались. В предшествующие годы прирост денежной базы использовался для покупки иностранной валюты, а масштабы эмиссии Центрального банка определялись давлением валютного рынка и возможностями уравновесить это давление, ограничивая расходы бюджета. Сведение к нулю чистого экспорта позволило бы полностью использовать прирост денежной базы для наращивания внутреннего кредита. Использование денежной эмиссии ЦБ для монетизации федерального долга обеспечило бы беспроцентное и безвозмездное финансирование бюджетного дефицита в пределах 3–4% ВВП.

3. Ограничение возможностей вывоза капитала повысит спрос на обязательства правительства и приведет к снижению всего спектра ставок процента. Правительство сможет расширить дефицитное финансирование своих расходов (прежде всего – централизованных инвестиций) за пределы, определяемые эмиссионным ресурсом.

4. Избыточные международные резервы можно использовать для кредитования нефинансовых корпораций (в пределах оплаты инвестиционного импорта). Примем, что из 500 млрд долл. официальных резервов 400 млрд долл. могут составить фонд кредитования нефинансовых корпораций – в рублях этот фонд составит, округленно, 12 трлн руб. или, ориентировочно, 23% ВВП. Другими словами, правительство могло бы в течение десяти лет кредитовать нефинансовые корпорации в размере 2,3% от ВВП 2011 г. (и соответственно несколько меньшую долю от ВВП последующих лет, с учетом его роста). При этом правительство могло бы регулировать распределение выделяемых средств между отраслями и видами экономической деятельности, оказывать решающее воздействие на ставки по кредитам и доходность ценных бумаг. В этом случае чистый экспорт товаров и услуг сменится чистым импортом, в чем, собственно, нет ничего плохого, если чистый импорт будет финансироваться не за счет внешних заимствований, а за счет сокращения избыточных валютных резервов и других иностранных активов правительства и частного сектора.

*(Окончание статьи будет опубликовано
в №5 журнала «Вестник Института экономики РАН»)*