

М. Ершов

Какая экономическая политика нужна России в условиях санкций?

К прежним негативным факторам в экономике (замедление темпов роста, высокий уровень инфляции) в настоящее время добавились внешние препятствия (санкции западных стран). Новый виток санкций США и ЕС в отношении России требует еще больше повысить роль внутреннего рынка и национальных монетарных властей для обеспечения бесперебойного экономического развития страны. Поскольку вводимые ограничения в большой степени касаются доступа на финансовые рынки (получения кредитов, размещения ценных бумаг и др.), необходимо активизировать внутренние механизмы формирования денежных ресурсов, которые восполнили бы сокращение внешнего финансирования. Это предполагает значительную корректировку денежно-кредитной и финансовой политики.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, политика центральных банков, международный долг, государственный бюджет.

JEL: E52, E58, F34, H61.

О денежно-кредитной и финансовой политике

В 2014 г. западные страны ввели санкции против России в связи с событиями вокруг Украины: были запрещены доступ к рынкам долгосрочного капитала для российских компаний и банков, на 50% и более принадлежащих государству, ввоз высокотехнологичной продукции двойного назначения и др. Ограничения качественно изменили возможности решения проблем, с которыми сталкивается российская экономика. К традиционному набору задач — обеспечение устойчивого роста, улучшение его качества, повышение благосостояния населения и т. д. — добавился финансовый аспект. Если раньше финансирование экономики в большой степени осуществлялось за счет зарубежных финансовых ресурсов и внешних рынков, то теперь главным (если не единственным) источником финансовых ресурсов становится внутренний рынок.

В таких условиях роль внутренних источников финансирования экономики должна быть приоритетной. Это предполагает значительную корректировку денежно-кредитной и финансовой политики. «Требуется целевая системная политика по формированию и управлению денежными ресурсами в экономике. Она должна в первую очередь опираться на внутренние источники и механизмы создания ресурсов, что особенно важно в условиях глобальной нестабильности. Внешние источники фондирования необходимо постепенно заместить внутренними» (Ершов, 2008b. С. 24). Поскольку вводимые ограничения во

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

многим касаются доступа на финансовые рынки (получения кредитов, размещения ценных бумаг и др.), нужно активизировать внутренние механизмы формирования денежных ресурсов, которые восполнили бы сокращение внешнего финансирования.

При этом в окончательном варианте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов», принятом ЦБ РФ в ноябре 2014 г., явно недооценены более длительное действие санкций и их влияние на российскую экономику. В частности, как и в варианте более короткого действия санкций (вариант Па), так и в базовом варианте (вариант Пб, где они длятся до конца 2017 г.) предполагается лишь минимальное отличие в возможностях международного финансирования. Другими словами, почти не изменятся возможности доступа на международные финансовые рынки, хотя, очевидно, санкции должны такой доступ сократить. Аналогично, предполагаются минимальные отличия в росте денежной базы и внутренних источников фондирования (при том, что, по идее, они должны были бы своим ростом восполнить ограничения внешнего финансирования). Более того, ожидается, что чистый кредит банкам будет находиться на меньшем уровне при санкциях, чем без них. Аналогично и объем экспорта в этих вариантах отличается лишь на 0,2% (!) в 2016 г. (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Сравнение базового варианта (Пб), предполагающего более длительное действие санкций, и варианта с более коротким действием санкций (Па)

Показатель	2015		2016	
	Па	Пб базовый	Па	Пб базовый
Экспорт, млрд долл.	494	494	496	495
<i>Источники формирования денежных ресурсов, трлн руб.</i>				
Чистые международные резервы	13,6	13,6	13,3	13,1
Чистые внутренние активы	4,2	4,2	3,3	3,3
Чистый кредит банкам	6,7	6,7	7,3	7,1

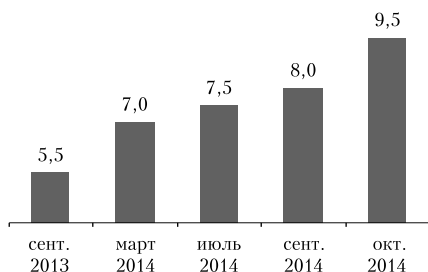
Источник: Банк России, 2014.

В этом документе ЦБ РФ вновь подтвердил переход к механизму инфляционного таргетирования. При этом Банк России предполагает ослабить контроль за стабильностью валютного курса и одновременно повысить устойчивость процентных ставок. Фактически наблюдаются и волатильность валютного курса рубля, и постоянный рост процентных ставок (рис. 1–2), который инициируется самим ЦБ РФ.

Как следствие, растут ставки по кредитам для реального сектора. Причем ЦБ РФ хорошо понимает эти причинно-следственные связи, говоря, что рост кредитных ставок связан «как с повышением ключевой ставки Банка России, так и со снижением доступности и удорожанием внешних заимствований» (Банк России, 2014. С. 16).

Вызывает, по меньшей мере, недоумение, когда ужесточение внешней среды сопровождается не смягчением, а ужесточением (!) внутренних подходов регуляторов. Введение санкций и возникающие

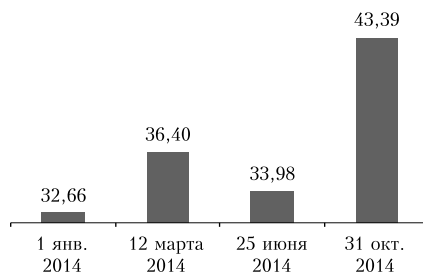
**Ключевая ставка Банка России,
2013—2014 гг. (в %)**



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 1

**Валютный курс доллара
к рублю, 2014 г. (руб./долл.)**

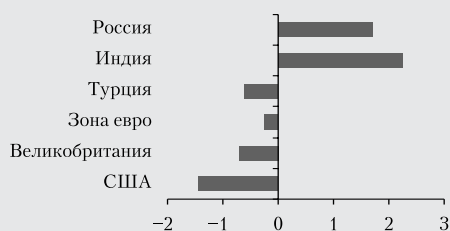


Источник: ЦБ РФ.

Рис. 2

Справочно. Условия хозяйствования в России жестче, чем в большинстве стран (рис. 3—4).

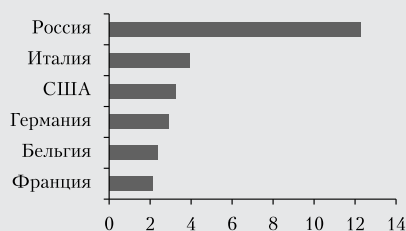
**Реальные ставки
рефинансирования (в %)**



Источники: по данным центральных банков и OECD.

Рис. 3

**Ставки по кредитам
нефинансовому сектору (в %)**



Источники: ЕЦБ, ФРС США, ЦБ РФ.

Рис. 4

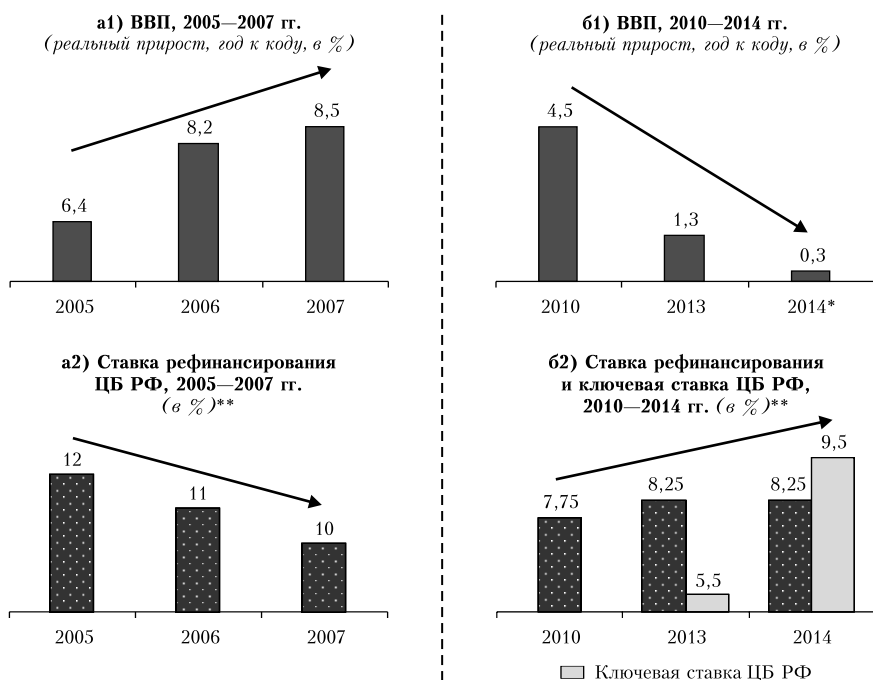
в этой связи дополнительные трудности лишь подчеркивают абсурдность таких подходов, тем более в их взаимоувязке (когда жесткость одного усиливается жесткостью другого).

Даже другие российские регуляторы, несмотря на их «политкорректность», вынуждены говорить об этом. Они подчеркивают: «...форсированные меры по подавлению инфляции будут требовать дальнейшего сохранения высоких процентных ставок, что приведет к сокращению объемов банковского кредитования, что снизит экономическую активность» (МЭР, 2014. С. 75).

Действительно, использование процентной ставки (ключевой ставки и ставки рефинансирования) в качестве рычага стабилизации валютного курса одновременно может замедлить экономический рост. По крайней мере за последние годы рост ставок, как правило, сопровождался замедлением экономического роста и наоборот — при их снижении отмечался экономический рост¹ (рис. 5).

¹ Естественно, при всей множественности факторов, влияющих на рост экономики.

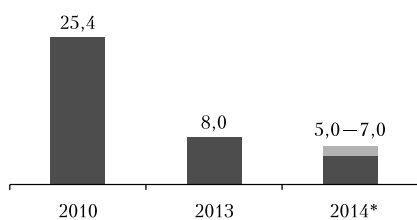
Рост экономики России и ставка рефинансирования ЦБ РФ



* Прогноз ЦБ РФ (ноябрь 2014).
** На конец года.
Источники: Росстат; ЦБ РФ.

Рис. 5

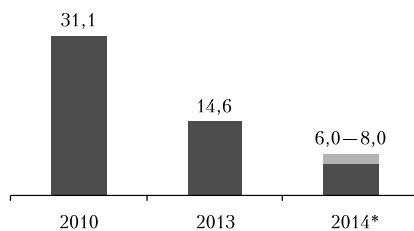
Прирост денежной базы в России (год к году, в %)



* Оценка ЦБ РФ.
Источник: ЦБ РФ.

Рис. 6

Прирост денежной массы M2 в России (год к году, в %)



* Оценка ЦБ РФ.
Источники: данные ЦБ РФ, МЭР, Росстата.

Рис. 7

Высокий уровень ставок обусловлен и постоянным снижением объема ликвидности (рис. 6–7).

Отметим, что жесткая денежная политика ЦБ РФ наблюдалась и до введения санкций. Отставание от других стран по ключевым параметрам иногда было многократным (рис. 8).

Ограничение рублевой ликвидности иногда рассматривают как меру, стабилизирующую валютный рынок, так как полученные компаниями рублевые кредиты используются для покупки валюты, что

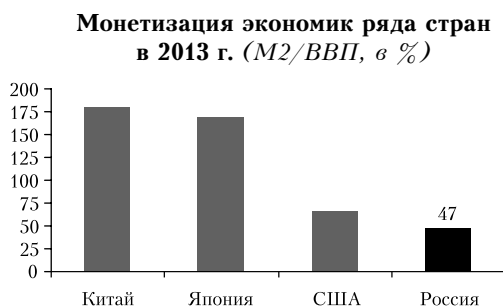


Источники: по данным центральных банков соответствующих стран.

Рис. 8

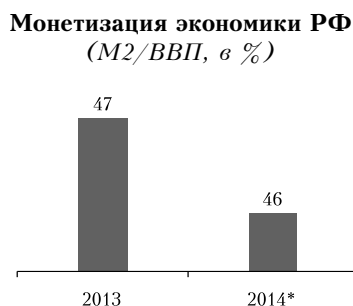
вызывает снижение курса рубля и сокращение валютных резервов. В таких условиях ограничение предоставляемой рублевой ликвидности для экономики в целом, действительно, может перекрыть приток спекулятивных ресурсов на валютный рынок. В то же время эту меру следует применять крайне аккуратно, поскольку она также ограничит рубли и для всех остальных видов рублевых операций (кредитов, депозитов и т. д.), затормозив тем самым экономический рост.

В целом уровень монетизации российской экономики по-прежнему один из самых низких среди ведущих стран (рис. 9–10).



Источники: по данным национальной статистики.

Рис. 9



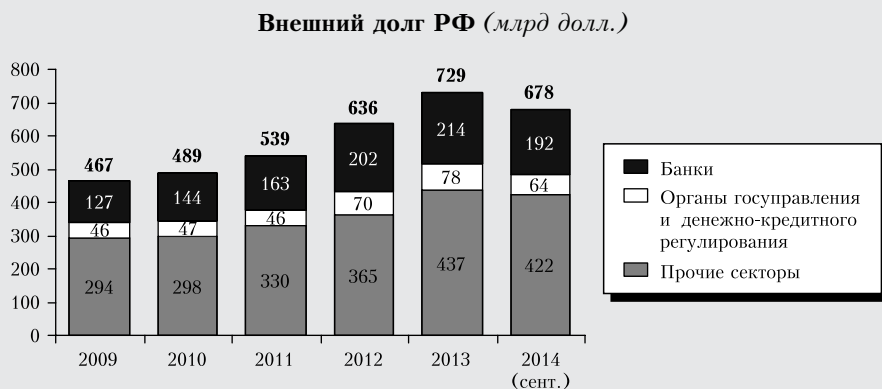
* Оценка ЦБ РФ.
Источник: ЦБ РФ.

Рис. 10

Дополнительное давление на внутренний рынок капитала вызовет необходимость выплаты российскими компаниями внешнего долга. По оценкам ЦБ РФ (окт. 2014 г.), в 2015 г. банкам и компаниям предстоит выплатить около 180 млрд долл. Это эквивалентно примерно 70% денежной базы рубля. Средства на выплату внешних долгов (если такие средства не будут изысканы во внутренних активах банков), вероятно, в разной форме будут изыматься с внутреннего рынка. Все это уменьшит и без того низкий уровень монетизации российской экономики (47%, а в ведущих странах он часто превышает 100%).

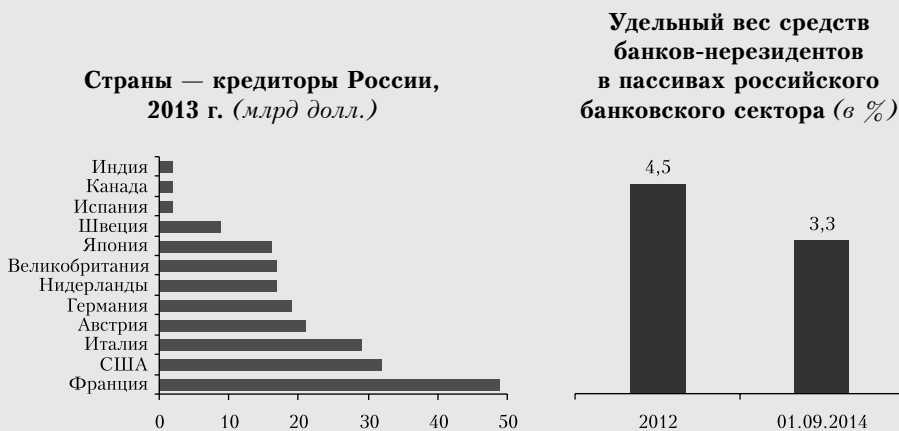
Необходимо повысить уровень монетизации российской экономики. Однако при этом важно не допустить резкого давления на валютный

Справочно. Механизмы, предполагавшие опору на международные рынки, привели к устойчивому росту внешнего долга российских банков и компаний (рис. 11). При этом значительная часть этого долга приходится на страны, вводящие санкции (рис. 12–13).



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 11



Источник: The Economist. May 2014.

Рис. 12

Источник: ЦБ РФ.

Рис. 13

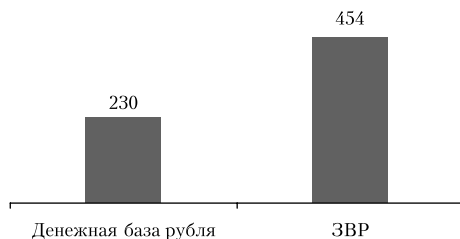
курс, снизить инфляционные риски. Действительно, в нынешних условиях компании нередко берут рублевые кредиты и переводят средства на валютный рынок, что приводит к снижению курса рубля и сокращению валютных резервов. Чтобы предотвратить развитие такого сценария, необходим комплекс дестимулирующих мер (регулятивных, информационно-разъяснительных и др.). Они должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными (по опыту других стран, в частности Швейцарии и Японии) и предусматривать использование льготных нормативов, регулирующих операции с рублями: норм резервирования, достаточности капитала и др. Можно применять налоговые стимулы, а также иные механизмы (спецсчета, валютные позиции и др.), направленные на ограничение нецелевого перетока средств, дестабилизирующего валютный рынок.

Возможность создавать преференциальные условия для рубля ограничена интернациональными механизмами регулирования («Базель» и др.), которые, по сути, предполагают размещение рубля в своей «весовой» и групповой категории, предусмотренной для валют развивающихся стран. При внедрении таких международных подходов это будет лишать национальных регуляторов возможности создавать для национальных операций необходимый набор преимуществ относительно международных операций, осуществляя своего рода привязку рубля к международной сфере на второстепенных ролях, одновременно расчищая площадку для сохранения доминирующей роли доллара и других основных валют (что, естественно, в интересах стран происхождения этих валют, равно как и стран — авторов указанных «интеграционных» механизмов, тем более что это один и тот же набор стран). В свою очередь это завуалированная форма санкций, дискриминирующих рубль и препятствующих его полноценному использованию даже в национальной экономике. Насколько вообще оправданно полноценное включение в такие дискриминационные механизмы, заведомо создающие неравные условия конкуренции? Раньше страны умели оговаривать свое участие на взаимовыгодных условиях (даже малые, например, Венгрия, не говоря уже о Китае или об СССР).

Чтобы укрепить доверие к рублю, Банк России должен четко обозначить свои курсовые предпочтения и возможности устанавливая курс, которыми он располагает. Речь идет о том, что размер золотовалютных резервов в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) почти в два раза! (рис. 14). Другими словами, все рубли в экономике можно теоретически стерилизовать, а курс — установить на том уровне, который требуется регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Устойчивый прирост положительного сальдо торгового и платежного балансов (даже в условиях санкций) и соответствующий дополнительный приток валюты в экономику РФ лишь расширяют указанные возможности (рис. 15). Такую трактовку необходимо довести до участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а содействовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.

Действительно, объем корпоративного внешнего долга превышает величину ЗВР. (Этот довод часто приводят в качестве свидетельства неустойчивого положения на валютном рынке.) Однако, во-первых, значительную часть этого долга образуют внутренние кредиты между связанными компаниями. Сроки платежей по ним растянуты во времени,

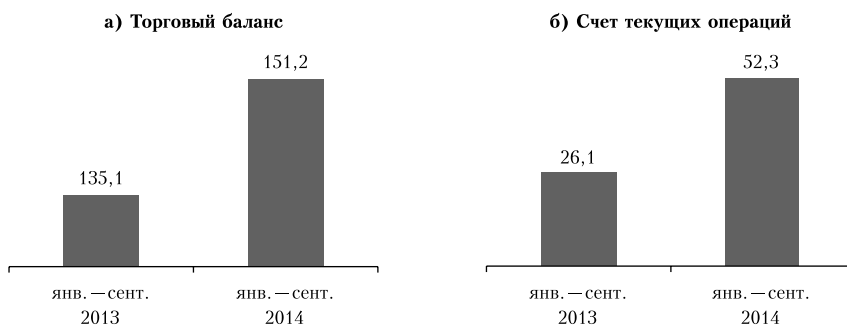
**Золотовалютные резервы России и денежная база рубля
на 1 октября 2014 г. (млрд долл.)**



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 14

Ряд компонентов платежного баланса РФ (млрд долл.)



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 15

и вряд ли следует ожидать, что весь объем долга будет одновременно предъявлен на валютный рынок и потребует расходования ЗВР.

Во-вторых, нужно оценить, насколько в принципе целесообразно использовать национальные ресурсы и национальные активы для погашения обязательств частного сектора. (Другими словами, должно ли государство оплачивать расходы этих компаний, в том числе повышение зарплаты, выплату дивидендов, бонусов и т. д.?) Могут сказать, что это делать необходимо, поскольку такие компании часто имеют стратегическое значение и их устойчивость важна для сохранения устойчивости страны. Поэтому, если по стратегическим соображениям соответствующие решения все-таки будут приняты, то тогда надо рассмотреть возможности использовать дополнительные механизмы.

В случае сокращения валютных резервов до уровня, когда возникает угроза финансовой устойчивости национальной экономики, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль можно на некоторое время вернуться к практике обязательной продажи части валютной выручки, а также использовать норматив валютной позиции, лимиты и иные меры, уменьшающие спекулятивный спрос на валютном рынке. При стабилизации ситуации эти требования можно вновь ослабить.

Чтобы минимизировать повышательное воздействие на курс рубля операций по продаже валюты, Банк России должен рассмотреть возможность уменьшить свое участие в указанных операциях при одновременном повышении роли Минфина. Последний может начать выпуск целевых казначейских рублевых облигаций. На вырученные средства Минфин будет покупать валюту у экспортеров, которую можно использовать для адекватного валютного обеспечения экономических участников (для этого может быть создан специальный валютный фонд Минфина).

Облигации должен покупать за рубли в первую очередь Банк России (за счет роста денежной базы, то есть эмиссии рублей), затем Минфин будет использовать эти средства для прямой покупки валюты у экспортеров (без выхода на валютный рынок). Это позволит ослабить повышательное давление на курс рубля. Формирующиеся таким образом у Минфина валютные средства станут дополнительным ва-

лютым источником для остальных участников экономики, восполняя сокращающиеся вследствие санкций внешние валютные поступления.

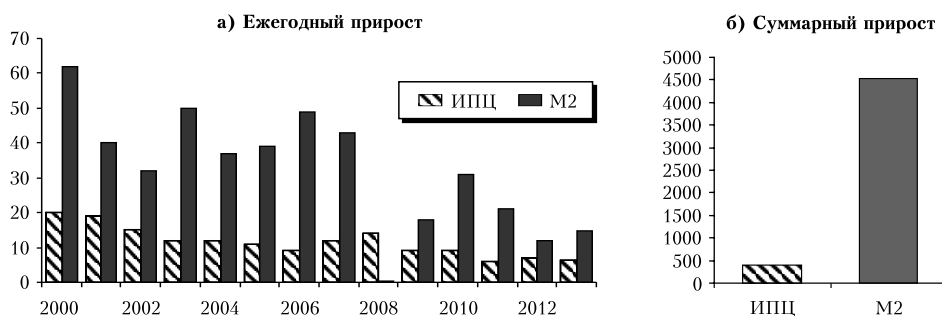
Чтобы стимулировать экспортеров продавать валюту, необходим комплекс мер по формированию более выгодных условий хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте. Напомним и о применявшихся ранее рычагах дестимулирования ухода в валюту, когда в 1998 г. была введена так называемая «нулевая валютная позиция по конверсионным операциям»². При всей жесткости этой меры она позволила удержать рынок от дальнейшего падения, а затем, когда ситуация стабилизировалась, эта мера была отменена.

Если регулятор сумеет четко сформулировать свои курсовые предпочтения и донести их до участников рынка, а также использовать все имеющиеся нормативы и иные механизмы сдержек и противовесов, то участники рынка смогут лучше понять характер планируемых действий и модифицировать свою валютную корзину в пользу рублей.

Монетизация и инфляция

Не следует преувеличивать вероятность больших инфляционных рисков вследствие расширения рублевой массы. В условиях, когда масштабы монетизации (соотношение M2/ВВП) российской экономики по-прежнему относительно невысоки, сохраняется возможность абсорбировать финансовые ресурсы на безинфляционной основе. В 2000–2013 гг. ежегодный прирост цен в России устойчиво многократно отставал от ежегодного прироста денежной массы (рис. 16; с учетом значительной немонетарной доли в российской инфляции ито-

РФ: прирост денежной массы (M2) и инфляция, 2000–2013 гг. (в %)



Источники: рассчитано по данным Росстата и ЦБ РФ.

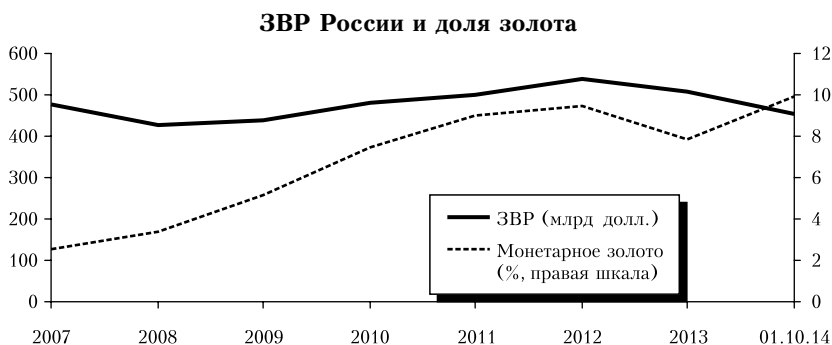
Рис. 16

² Указание ЦБ РФ №367-У от 23.09.1998 г. Эта мера существенно ограничивала нетранзакционный (отличный от обеспечения внешнеторговой деятельности клиентов, бесперебойной работы обменных пунктов и операций с банковскими картами) спрос банков на валюту. Фактически на конец операционного дня участники валютного рынка не могли иметь больше валюты, чем в его начале (если речь шла о валюте, которая не была связана с обслуживанием внешнеторговых контрактов, а была приобретена как страховой актив или для спекулятивных целей).

говая монетарная величина будет еще меньше). Это позволяет говорить, что с точки зрения обеспечения экономического роста преимущества от монетизации превышают ее инфляционные риски.

Формирование золотовалютных резервов в условиях политической и экономической неопределенности

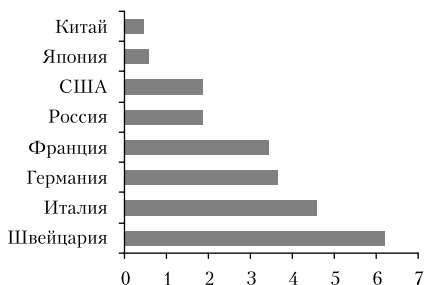
В текущих условиях геополитической напряженности Банк России стал активнее наращивать объем золота в золотовалютных резервах (рис. 17), что, впрочем, не является исключением. Центральные банки мира уже 15 кварталов подряд осуществляют покупки золота, объем которых превышает объем продаж этого драгметалла. Только в течение III квартала 2014 г. они приобрели свыше 90 т золота, что, согласно World Gold Council³, стало следствием «как геополитического напряжения, так и попыток разных стран диверсифицировать свои резервы, уменьшив роль доллара». Объем запасов золота по странам представлен на рисунках 18–19.



Источник: данные ЦБ РФ.

Рис. 17

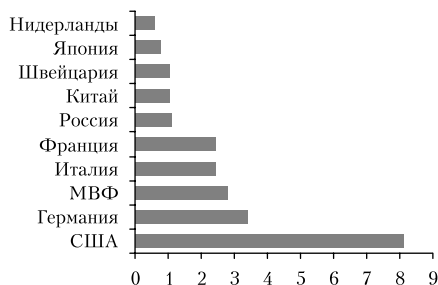
Отношение запасов золота к ВВП (в %)



Источники: данные CIA, ЦБ РФ.

Рис. 18

Крупнейшие держатели золотых резервов (тыс. т)



Источник: World Gold Council.

Рис. 19

³ World Gold Council // The Telegraph. 2014. November 13.

Действительно, в нынешних условиях крайне актуален вопрос о диверсификации золотовалютных резервов РФ. Это подсказывает здравый смысл. Внешние вызовы лишь многократно повысили актуальность этого фактора. Но подобные решения желательно готовить заранее (а не рассматривать в режиме «онлайн» — по мере возникновения соответствующих обстоятельств). О необходимости диверсификации золотовалютных резервов мы, в частности, говорили еще шесть лет назад, когда подчеркивали, что «повышение турбулентности в международной сфере сделало актуальными вопросы о нахождении активов, в наименьшей степени подверженных рискам». Кроме того, подчеркивалась необходимость «постепенной диверсификации валютного портфеля золотовалютных резервов (а также валютной структуры внешнеторгового оборота) путем увеличения в нем доли других валют» (Ершов, 2008а).

Учитывая, что внешнеполитическая, а также внешнеэкономическая напряженность может сохраняться в течение длительного времени, необходимо создать в российской экономике дополнительные точки опоры, в том числе диверсифицировать золотовалютные резервы, расширить перечень валют, используемых во внешней торговле.

Вновь о расчетах в рублях

О расширении списка используемых валют мы также писали неоднократно (Ершов, 2004; 2006а; 2006б). И сейчас, когда внешние ограничения все больше напоминают о себе, необходимо подумать о конкретных мерах по ее реализации.

В последние годы некоторые страны переводят биржевую торговлю отдельными товарами, в частности нефтью и золотом, на расчеты в национальной валюте (традиционно они ведутся в долларах). Руководство Банка Китая несколько лет назад заявило, что от чрезмерной опоры на одну валюту в международной торговле, расчетах и резервах необходимо постепенно отказываться. По этому пути начинает двигаться и Россия, принимая решение о биржевой торговле некоторыми традиционно «долларовыми» товарами в рублях. Так, руководствуясь, видимо, этими же соображениями, Народный банк Китая и Банк России подписали соглашение о свопе в национальных валютах.

Как известно, все расчеты за наш экспорт осуществляются в иностранных валютах. Между тем в практике развитых стран расчеты по их экспорту, как правило, проводятся в национальных валютах. Это логично: экспортер уже понес издержки, связанные с производством своей продукции (зарплата, сырье и т. д.), а потому он гораздо больше уязвим к перепадам валютного курса и заинтересован минимизировать свой риск, устанавливая и цены, и платежи в своей валюте. С. Грассман указывал, что еще в период формирования устойчивых торговых отношений в 1970-е годы до $\frac{2}{3}$ экспорта фактурировалось в валюте экспортера, $\frac{1}{4}$ — в валюте импортера, а остальное — в валюте третьих стран (Grassman, 1973). В более поздний период главенство экспортеров также в целом сохранялось.

Чрезмерная зависимость от одной валюты, будь то доллар или евро, в целом нежелательна. Следовало бы вновь вернуться к рассмотрению предложения об осуществлении расчетов за российский экспорт в рублях. На первом этапе рубль можно использовать в расчетах со странами СНГ, а в дальнейшем — и с остальным миром.

Каковы возможные последствия? Во-первых, курсовой риск снимается с экспортеров и переносится на иностранных импортеров. Теперь уже покупатели наших экспортных товаров должны беспокоиться о том, каким будет курс их валюты относительно рубля, и соответственно нести издержки по хеджированию.

Во-вторых, постепенно сформируется мировая практика расчетов в рублях, причем рубль будет все больше рассматриваться как международное средство расчетов (пусть на начальном этапе и в небольших масштабах).

В-третьих, в результате все расчеты будут переводиться в «рублевую зону»: для проведения расчетов иностранным покупателям придется открывать рублевые счета в российских банках, что в целом увеличит ликвидность в российской экономике. Если иностранный импортер даст поручение своему банку купить рубли, последний будет вынужден открыть корсчет в российском банке-резиденте, куда будут зачислены купленные им рублевые средства. Валютные средства, конвертируемые иностранными покупателями в рубли для закупки нашего экспорта и размещаемые в российской финансовой системе, будут работать на российскую экономику.

В-четвертых, эта мера будет способствовать формированию у иностранных центральных банков валютных резервов в рублях, поскольку в случае устойчивых и масштабных расчетов им придется иметь запасы нашей валюты. Это обеспечит постепенное вхождение рубля в мировую валютную систему, что крайне важно для достижения его конвертируемости.

В-пятых, повысится эффективность налогового и иных форм контроля. Все платежи будут осуществляться с рублевых счетов, находящихся в рублевой финансовой системе, и могут легко контролироваться нашими регуляторами. Так, при необходимости можно ввести специальный режим этих счетов, делая более прогнозируемым движение средств. В результате повысится собираемость налогов, поскольку вся доходная база станет гораздо более прозрачной.

В-шестых, еще один аспект — геополитический. Мы уже на него указывали, говоря, что вследствие расчетов в рублях «для самих экспортеров 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» (Ершов, 2006а). В нынешних условиях геополитических обострений указанное соображение более чем актуально.

В результате экспортеры будут в большей степени заинтересованы в укреплении рубля, поскольку им выгоднее получать платежи в дорожающей валюте. При этом крепкий рубль, среди прочего, выступает тормозом инфляции, способствует росту доверия к рос-

сийской валюте и в целом делает ее более привлекательной для сбережений и инвестиций (как уже было в 2002–2003 гг., когда население и бизнес стали шире использовать укрепляющийся рубль, постепенно отказываясь от доллара).

Еще одно последствие более системное. Можно ожидать, что центр тяжести будет постепенно переноситься с внешнего финансирования экспортных поставок (и других видов деятельности) на внутреннее. Это приведет к росту доли внутренних заимствований (кредитов и т. д.), осуществляемых российскими экспортными компаниями. Как известно, до недавнего времени российские экспортеры привлекали значительную часть кредитов на внешних рынках в валюте. Затем они погашали их по мере экспортных продаж и поступления валютной выручки. Если экспортная выручка будет в рублях, то для экспортеров это будет означать валютные риски. Чтобы их уменьшить, необходимо в больших масштабах привлекать рублевые ресурсы с внутреннего рынка. Это предполагает, что, во-первых, он должен стать более емким и обеспечить возникающий дополнительный спрос; во-вторых, нужно в полной мере задействовать механизмы формирования денежного предложения (в том числе рефинансирования), в первую очередь на основе внутреннего спроса участников рынка. В итоге возникнут дополнительные стимулы для развития финансового рынка и дальнейшего совершенствования инструментов денежно-кредитной политики. Конечно, решение проблемы экспортных расчетов в рублях предполагает изменение многих сложившихся правил — например, расчеты в долларах за нефть и некоторые другие товары (что выгодно в первую очередь США). Но нужно оценить, имеются ли веские доводы (кроме того, что «так принято») считать такую практику не подлежащей изменению.

Более системная задача — формирование некоторых сегментов рынка российских экспортных товаров, где рубль выступал бы в качестве валюты цены. Эта проблема имеет не только технологический, но и геоэкономический, а также политический аспекты. Ее решение зависит и от того, какое место занимает Россия на тех или иных международных рынках или в интеграционных механизмах, востребован ли рубль в принципе третьими странами, какова макроэкономическая ситуация в самой России и чего ожидать в будущем.

Сейчас главное — начать профессиональный анализ всех технических деталей данного шага, скоординировать его с другими мерами экономической политики. Только тогда можно надеяться, что глобальные «правила игры» дадут нам реальные преимущества и укрепят позиции страны в мире.

Наконец, о бюджете

По оценкам МВФ, «бюджетные стимулы и либерализация денежно-кредитной политики в Японии... позволили добиться *впечатляющего оживления* (курсив мой. — М. Е.) экономической активности» (IMF, 2013. Р. 1). Обращает на себя внимание, что в новых посткризисных

условиях МВФ, наконец, стал положительно оценивать использование рычагов, за которые раньше критиковал.

В условиях санкций, действительно, необходимо активнее задействовать бюджетные механизмы для стимулирования экономического роста. В целом очевидно, что рост экономики должен основываться на привлечении *дополнительных* финансовых ресурсов. Если раньше российская экономика при финансировании в значительной степени опиралась на международные рынки, то теперь — при их закрытии — решающую роль должны играть внутренние источники финансовых ресурсов. При этом речь должна идти о *нетто-притоке* финансирования в целом, а не о привлечении ресурсов с других сегментов внутреннего рынка (поскольку это будет означать лишь переток средств и не приведет к повышению объема ресурсов в экономике в целом). Здесь должны сыграть важную роль механизмы бюджетного дефицитного финансирования — как существенные стимулы экономического роста в новых условиях. Именно их постоянно применяют ведущие страны (табл. 2).

Т а б л и ц а 2

Дефицит бюджета и экономический рост в ведущих странах

Страна	Период	Число лет с профицитом	Число лет с дефицитом	Накопленный дефицит	Прирост ВВП (номинальный)
США	1974–2013	4	36	10,8 трлн долл.	15,0 трлн долл.
Великобритания	1975–2013	6	33	1,2 трлн ф. ст.	1,5 трлн ф. ст.
Япония	1994–2013	0	20	5,7 трлн долл.	1,6 трлн долл.

Источники: по данным национальной статистики.

И в США, и в Великобритании абсолютный прирост ВВП превысил абсолютный размер накопленного дефицита. (В Японии такой прирост ВВП ниже, но, хотя формально рост экономики был относительно небольшим, с учетом масштабных системных проблем, с которыми сталкивалась японская экономика в течение многих лет, можно предположить, что при отсутствии мощной бюджетной поддержки в японской экономике наблюдался бы более глубокий долгосрочный спад.)

На 2015–2017 гг. российский бюджет запланирован дефицитным. Дефицит планируется покрывать в основном из внутренних источников финансирования. В то же время из внешних источников предполагается привлекать ежегодно по 7 млрд долл. Однако реализация подобных планов представляется проблематичной, поскольку их удавалось выполнять лишь в «досанкционный» период. Более того, в результате размещения и погашения государственных ценных бумаг на внутреннем рынке за 2015–2017 гг. итоговый результат станет отрицательным и будет означать привлечение с рынка суммарно 1,2 трлн руб. Это может ухудшить условия для частного сектора, для которого при ограниченном доступе на внешние рынки внутренний рынок выступает основным источником капитала. Причем на нем объемы размещения частного сектора сокращаются, в том числе из-за высокой стоимости заимствований. Этому способствовало и неоднократное повышение ключевой ставки Банком России за последний год. В настоящее время

доходность ОФЗ превышает 8–9%, а для частных эмитентов первого эшелона достигает двухзначных показателей.

В текущей ситуации размещение государственных ценных бумаг на внутреннем рынке будет означать оттягивание на себя средств финансового рынка. Это может негативно отразиться на ситуации с ликвидностью и, по сути, приведет к вытеснению государством средств частного сектора с финансового рынка (эффект вытеснения — crowding out effect). В результате сузятся возможности банков кредитовать реальный сектор, что может затормозить развитие экономики в целом. При росте дефицита бюджета указанный эффект усилится, что обострит ситуацию в финансовой сфере.

Избежать такого развития событий можно при организации размещения гособлигаций с участием ЦБ РФ в качестве покупателя (как регулярно происходит в наиболее зрелых финансовых системах). Покупка госбумаг центральным банком способствовала бы сохранению ликвидности на рынке, расширению рынка госбумаг, направлению средств на реализацию приоритетных для экономики проектов.

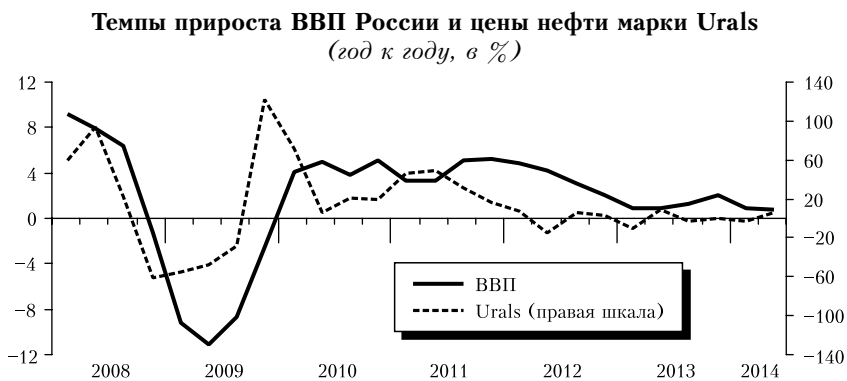
В нынешних условиях следует учитывать неблагоприятный сценарий, когда падение цен на нефть может привести к росту дефицита бюджета (табл. 3) и к необходимости осуществлять серьезные антикризисные меры (в том числе по поддержке банковской системы РФ). Шоковый сценарий, который разрабатывают регуляторы, предполагает падение цен на нефть до 60 долл./барр. С учетом высокой корреляции темпов прироста ВВП и прироста цен на нефть (рис. 20) это может означать переход экономики от стагнации к ощутимой рецессии.

Т а б л и ц а 3

Цена на нефть марки Urals и дефицит госбюджета РФ

Цена на нефть (долл./барр.)	Дефицит госбюджета (в % ВВП)
60	4–6
80	2–4
90	1–3

Источник: расчеты ИЭФ.



Источник: данные Росстата.

Рис. 20

Финансирование этих мер посредством привлечения государством средств с внутреннего рынка осложнит ситуацию и обострит проблему обеспечения финансовыми ресурсами. Использование регуляторами более широкого набора механизмов (предполагающего в том числе участие ЦБ) позволило бы сформировать адекватную ресурсную базу, нейтрализовать негативные эффекты и насытить рынок ликвидностью, что поддержало бы экономический рост.

В данной связи напомним о целесообразности расширить функции Центрального банка за счет задачи поддерживать экономический рост (как, в частности, в случае ФРС США). Дискуссии на эту тему ведутся давно. Очевидно, что сам регулятор не заинтересован в расширении своих функций. Но здравый смысл и объективная потребность, похоже, заставляют двигаться в указанном направлении. Так, были внесены (23.07.2013 г.) поправки в ст. 34.1 ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации», и теперь цели Банка России трактуются шире: обеспечить «устойчивость рубля посредством ценовой стабильности, в том числе *для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста*» (курсив мой. — М. Е.). Понятно, что это пока «контуры» задачи, но если движение в данном направлении продолжится, то можно ожидать более активной позиции ЦБ РФ в стимулировании экономики. С учетом важнейшей системообразующей роли Банка России в экономике рост его вовлеченности в реальные экономические процессы может оказать решающее воздействие на укрепление позиций нашей страны в мире.

* * *

Новые вызовы кардинально меняют возможности решения старых и новых проблем, стоящих перед экономикой России. Теперь, как никогда раньше, актуальны подходы, которые озвучивались и прежде, но лишь сейчас приобрели принципиально иное — на сей раз сугубо прикладное, практическое — содержание. Эти подходы требуют новых экономических решений, которые выходят за уже сложившиеся в течение многих лет рамки и заставляют пересмотреть догмы, которые господствовали в экономической сфере. Но это вполне логично: новые вызовы требуют и новых решений. Не следует забывать о том разумном прагматизме, который продемонстрировали ведущие страны, когда для борьбы с последствиями кризиса они отказались от стереотипов, которые сами же навязывали всему миру (о недопустимости вмешательства государства в экономику, необходимости уменьшения его роли, о важности ограничения эмиссии, целесообразности высоких процентных ставок и т. д.), и стали делать прямо противоположное, руководствуясь в первую очередь здравым смыслом.

От того, насколько Россия будет готова своими новыми решениями ответить на новые вызовы, которые возникают на ее пути, будут в конечном счете зависеть ее возможности устойчивого развития в новой геополитической и геоэкономической реальности.

Список литературы

- Банк России* (2014). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. Москва. [Bank of Russia (2014). Guidelines for the Single State Monetary Policy in 2015 and for 2016 and 2017. Moscow.]
- Ершов М.* (2004). Об актуальных экономических задачах // Вопросы экономики. № 12. С. 4–15. [Ershov M. (2004). On Pivotal Economic Problems // Voprosy Ekonomiki. No 12. P. 4–15.]
- Ершов М. В.* (2006а). Об использовании рубля в международных расчетах и его конвертируемости // Деньги и кредит. № 6. С. 37–40. [Ershov M. (2006a). On Using Ruble in International Settlements and on Its Convertibility // Dengi i Kredit. No 6. P. 37–40.]
- Ершов М. В.* (2006б). Рублями, пожалуйста // Эксперт. № 27. С. 49–50. [Ershov M. V. (2006b). In Rubles, Please // Expert. No 27. P. 49–50.]
- Ершов М. В.* (2008а). О некоторых вопросах формирования золотовалютных резервов / К заседанию Комитета банковской деятельности РСПП. 7 февр. [Ershov M. V. (2008). On Some Issues of Forming International Reserves in Russia. Materials for the meeting of the Banking Committee of the Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs. Moscow, February 7.]
- Ершов М.* (2008б). Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России // Вопросы экономики. № 12. С. 4–26. [Ershov M. (2008). The 2008 Crisis: “A Moment of Truth” for the Global Economy and New Opportunities for Russia // Voprosy Ekonomiki. No 12. P. 4–26.]
- МЭР* (2014). Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов. Москва. [Ministry of Economic Development of the Russian Federation (2014). Forecast of Social and Economic Development of the Russian Federation for 2015 and for 2016 and 2017. Moscow.]
- Grassman S.* (1973). Fundamental Symmetry in International Payments Pattern // Journal of International Economics. Vol. 3, No 2. P. 105–116.
- IMF* (2013). World Economic Outlook. October.
-

What Economic Policy Does Russia Need under Sanctions?

Mikhail Ershov

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

The long-held problems of Russian economy (low economic growth, high inflation, etc.) are now coupled with a new set of issues – sanctions deployed against Russia by the leading Western countries. The new situation reinforces the need for alternative mechanisms which will allow to strengthen economic development in the new environment.

Keywords: monetary policy, central banks policy, international lending and debt problems, state budget.

JEL: E52, E58, F34, H61.