

АНАЛИЗ ТЕНДЕНЦИЙ ДОЛГОВОГО КРИЗИСА И МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

УДК 338.124.4

Сергей Вячеславович Шеремета, аспирант Государственного университета управления
Тел.: 8 (906) 745-90-31,
8 (495) 492-49-51
Эл. почта: serzinho-91@rambler.ru,
serzinho91@gmail.com

Макроэкономическая ситуация в России в 2013–14 гг. характеризуется нарастанием долговых, кредитных, инвестиционных и денежных проблем, что угрожает национальной финансово-экономической безопасности. Особенности жесткой фискальной и монетарной политики в России, основанной на денежном (эмиссионном), кредитном и процентном ограничениях могут привести к долговому кризису, тенденции которого прослеживаются уже сейчас. Отсюда требуется кардинальное изменение финансовой и денежно-кредитной политики в целях сохранения деловой активности и международной конкурентоспособности России.

Ключевые слова: долг, кредит, инвестиции, кризис, монетарная политика, Центральный Банк, трансмиссионный механизм, золотовалютные резервы, ставка процента, статистический анализ.

Sergey V. Sheremeta, Post-graduate student, State University of Management, Moscow, Russian Federation
Tel.: 8 (906) 745-90-31,
8 (495) 492-49-51
E-mail: serzinho-91@rambler.ru,
serzinho91@gmail.com

ANALYSIS OF TRENDS OF DEBT CRISIS AND MONETARY POLICY IN RUSSIAN FEDERATION

Macroeconomic situation in Russia in 2013-14 characterized by increasing of the debt, credit, investment and financial problems that threaten the national financial and economic security. Features of the tight fiscal and monetary policies in Russia, based on the money (emission), credit and interest rate restrictions may lead to a debt crisis, trends of which are appearing now. Therefore it requires the radical change in the financial and monetary policy in order to maintain business activity and international competitiveness of Russian.

Keywords: debt, credit, investment, crisis, monetary policy, Central Bank, transmission mechanism, foreign currency reserves, interest rate, statistics analysis.

1. Введение

Макроэкономические тенденции России в 2011–13 гг. являются тревожными с позиции дальнейшего развития народного хозяйства и указывают на возможный риск рецессии. Основные денежные и финансовые проблемы, выведенные в ходе статистического анализа макроэкономических показателей России последних лет, демонстрируют угрозу надвигающегося долгового кризиса и схлопывания экономической активности. При этом основные причины этих негативных тенденций кроются в серьезных проблемах в денежной и кредитной системах, в системе управления государственными финансами и монетарной политике. Статистический анализ основных показателей позволяет проследить основные отрицательные тенденции и структурные диспропорции, возникающие в экономике России и угрожающие системным кризисом долга и ухудшением конкурентоспособности страны. Наиболее показательным являются методы динамического, структурного, корреляционного, регрессионного и факторного анализа, а также сопоставление динамик связанных показателей.

2. Проблемы денежно-кредитной системы страны

Обменный курс рубля искусственно сдерживался в 2011–13 гг. на фоне оттока капитала и нарастания внутренних проблем и замедления экономической активности, что вылилось в сильную девальвацию рубля в 2014 г., вернув курс к рыночному значению. Долгое время нарастал разрыв между реальным эффективным и номинальным курсом рубля.

Серьезной проблемой является нарастание внешнего государственного и корпоративного долга. В последнее время внешний долг России (в 2013 г. – 696 млрд. долл.) существенно больше золотовалютных резервов (в 2013 г. – 565 млрд. долл.), динамика прироста долга опережает динамику ЗВР. [5] В условиях девальвации 2014 г. (которая позволила обесценить рублевые обязательства и повысить валютные доходы страны), ударившей по ЗВР Банка России (к марту 2014 г. ЗВР снизились к 493 млрд. долл.), долговая конъюнктура только ухудшается, так как внешний долг номинирован в валюте. Внешний долг увеличивался примерно одинаковыми темпами как у государства, так и у банков и корпораций. [2, 4]

В России происходит замедление внешнеэкономической динамики. Тревожной является тенденция падения с 2011 г. чистого экспорта, который снизился на 20,42% с 4777 млрд. руб. до 3801 млрд. руб., из-за ускорения роста импорта и замедления экспорта. [5] С позиции денежной системы внешнеторговое сальдо является единственным значимым каналом эмиссии денег в России. Валютный канал используется Банком России, работающим по принципу «currency board», благодаря притоку валюты в страну, образуемому в результате разницы валютных доходов от экспорта и валютных расходов на импорт. В течение двух лет эмиссия рублей по принципу обмена валюты существенно снизилась, что приводит к дефициту ликвидности. Так возникает «денежный голод» в стране за отсутствием иных серьезных механизмов денежной подпитки со стороны Банка России. На фоне двухлетнего падения счета текущих операций с 92,3 млрд. долл. до 33 млрд. долл. остается высоким отток капитала из страны, который ускорился с 54,6 млрд. долл. в 2012 г. до 81,4 млрд. долл. в 2013 г., существенно снижая платежный баланс страны. [5] В стране растет разница между валовым сбережением и валовым накоплением (сбережениями и инвестициями), которая и финансирует отток капитала из страны, усугубляя ситуацию с дефицитом ликвидности. С минимума в 2009 г. эта разница выросла в 3,15 раз к 2012 г. и составила 2654 млрд. руб., что сопоставимо с уровнем оттока капитала. [3] Именно с 2011 г. валовое сбережение растет большими

темпами, нежели валовое накопление, ускоряя отток капитала. Ежегодно страна теряет 3–5% ВВП из-за оттока средств за рубеж, столько же теряет денежная система. Стоит отметить, что в начале 2014 г. из-за усилившихся геополитических рисков отток капитала только за первый квартал года составил 33 млрд. долл. [2]

Проблемы имеет и сама денежная система страны. Рост монетизации экономики 2000-х гг. замедлился в 2011–13 гг. и сохраняется на уровне 40–42% ВВП. В то же время замедляется скорость обращения денег (с 4,16 в 2005 г. до уровня в 2,36 оборота в 2013 г.) – величина, которая хорошо коррелирует с показателями дифференциации и расслоения общества по доходам и имуществу. [5] Эта связь отлично подтверждается в России – усиление расслоения в кризис 2008 г. и после него, когда бедная часть населения становилась беднее и вынуждена была увеличить расходы, не сберегая, а богатая часть населения становилась богаче, увеличивая долю сбережений и понижая потребление. В итоге частота сделок в расчете на денежную единицу замедлилась. Коэффициент Джини рос все 2000-е гг. с 0,395 в 2000 г. до 0,42 в 2012 г., имея тесную обратную корреляцию (коэффициент корреляции – 0,753) со скоростью обращения денег, упавшей в разы с 2000 г. по мере насыщения экономики деньгами. [5] С замедлением скорости обращения деньги теряют платежные свойства обмена, однако удерживают функции сбережения и сохранения стоимости. Темпы роста денежной массы и денежной базы в 2014 г. также упали. [2]

Говоря о банковском секторе и банках (число которых снизилось с 2005 г. на 26,4% с 1299 до 956), необходимо рассмотреть динамику депозитного и кредитного портфеля. [4] Кредитный портфель банков России превышает денежную массу в стране, темпы его роста опережают темпы роста денежной массы. Это с одной стороны говорит об активной работе кредитных организаций, однако показывает тенденцию роста долгового бремени населения и ком-

паний. С 2011 г. кредитный портфель вырос на 52% с 21537,3 млрд. руб. до 32886,9 млрд. руб. в 2013 г., в то время как денежная масса выросла на 27% с 22247,5 млрд. руб. до 28781,7 млрд. руб. [5] Депозитный портфель банков вырос отстающими темпами от кредитного портфеля на 46% с 19729,8 млрд. руб. в 2011 г. до 28781,7 млрд. руб. в 2013 г., переломав тенденцию опережающего роста депозитного портфеля банков до 2011 г. [5] Подобная статистика хорошо характеризует работу банковского сектора по размещению средств, однако констатирует факт роста долгового бремени в стране – вместо активного сбережения и накопления до 2011 г. население стало обременять себя кредитным долгом в последние годы. Динамика кредиторской задолженности в 2013 г. опередила динамику денежной массы (прирост 16,5% против прироста на 9%), однако доля просроченной задолженности с 2000-х гг. снизилась до 5–6% от всей. [5] В целом, кредитование постоянно растет, однако темпы роста падают. [2] Важно отметить опережающие темпы роста кредитования физических лиц (потребительское и розничное кредитование) над кредитованием юридических лиц (корпоративным кредитованием). Сбережение направляется банковским сектором на финансирование конечного потребления, а не на обеспечение промежуточного производственного потребления (инвестиции). Все больше сбереженных и депонированных населением средств в банках направляется на финансирование конечного потребления, покупки которого преимущественно приходится на импорт, что только усугубляет отток капитала. То есть одним из факторов оттока является опережающий рост потребительского кредитования (направленного на приобретение товаров длительного пользования), финансирующего покупки преимущественно импортных благ – сбережения уходят из страны.

Об эффективности денег как ликвидности и как капитала в экономике говорит показатель эластичности ВВП по денежной массе, то есть отношения прироста ВВП к соответ-

ствующему приросту денег. Эластичность ВВП по денежной массе остаётся стабильной и держится на уровне 0,7–0,8, однако говорит о том, что денежная масса растет опережающими темпами по сравнению с ВВП, то есть каждый рубль вновь созданных денег приводит к меньшему приросту ВВП. Однако эластичность ВВП по наличным деньгам выглядит лучше – во-первых, она выше 1, что говорит об эффективности наличных денег, а, во-вторых, ее динамика ускорила в 2013 г., достигнув уровня в 1,561.

При этом ссудный потенциал банковской системы снижается, что выражается в падении темпов роста денежной мультипликации. С 2005 г. денежный мультипликатор (M2/MВ) вырос с 1,96 до 2,78, самый сильный прирост был продемонстрирован в 2010–11 гг., однако с 2012 г. произошло падение на фоне опережающего роста денежной базы над денежной массой. Банки неохотно создают кредиты и депозиты, проводят учетные и вексельные операции, после пика в 2,81 в 2012 г. денежный мультипликатор упал к 2,78. Денежный мультипликатор как отношение денежной массы к наличным деньгам (M2/M0) пока сохраняет рост, но с падающими темпами. На такую динамику денежной мультипликации частично повлиял рост резервных норм Центрального Банка после антикризисного уровня в 1,5–2% до уровня в 4–4,25% в 2013 г., что привело к падению депозитного мультипликатора (величина, обратная резервной норме, которая показывает потенциальные возможности создания денег банковской системой) с 61,54 в 2009 г. до 23,76 в 2013 г. Среднегодовой объем резервов, депонированных в Банке России рос с 2009 г. мощными темпами с 90,67 млрд. руб. до 471,39 млрд. руб. – столько денег изъято из банковского портфеля, которыми могли быть потенциально направлены на финансирование проектов. [3]

Противоречивая ситуация складывается со стоимостью денег и капитала. Несмотря на рост денежной массы и кредитования, депозитного и кредитного портфелей,

ставки процента в стране выросли в 2011–2013 гг. Депозитные ставки поднялись в среднем на 1,5–2 пп., кредитные ставки поднялись на 4–5 пп. – юридическим лицам, на 1,5–2 пп. – физическим лицам. Годовая ставка депозитного вклада сильно выросла с 2011 г. с 6–6,5% до 10–12% в 2013 г., что естественно повысило и ставки по кредитам – банки переложили собственные риски на заемщиков. Это происходило на фоне небольшого повышения ставки рефинансирования с минимума в 7,75% в 2011 г. до 8,25% в 2012–13 гг. [3] Ключевой стала ставка РЕПО, уровень которой поднялся с 5,5% до 7,5% в апреле 2014 г. для ограничения волатильности на валютном рынке (в апреле 2014 г. волатильность на финансовых рынках снизилась, курсы стабилизировались, а ставка осталась на том же уровне), процентная ситуация на межбанковском рынке также говорит об ужесточении. [3] Ставки рынка межбанковского кредитования выросли к уровню 7,7–7,9% в ответ на повышение ключевой ставки, а объем средств на счетах ЦБ остался прежним. [3] Динамика ставок в России сигнализирует о дефиците ликвидности и немонетарной инфляции, а также о дестимулировании экономической активности. Очень важно, что более высокие ставки доходности в России не способствуют притоку капитала в страну по принципу «carry trade», ведь именно высокий уровень ставок является одним из немонетарных факторов относительно высокой инфляции, являющейся риском для инвестиций. Рост ставок заимствования происходит на фоне тенденции снижения эффективности национального богатства (отношения ВВП к национальному богатству – всем чистым активам в стране) с 51,5% ниже 50%. Другими словами, происходит дестимулирование экономической активности, когда отдача на национальном уровне от активов понижается, а стоимость их заимствования – возрастает. Ставки процента наряду с денежным ограничением создают кредитное сжатие в условиях уже высокой долговой нагрузки экономических агентов.

3. Проблемы инвестиций

На фоне этих тенденций в 2011–13 гг. началось замедление динамики инвестиций. [5] С 2005 г. инвестиции в России выросли с 2946 млрд. руб. до максимума в 9786 млрд. руб. в 2012 г. [4] Однако замедление динамики началось после 2011 г., когда темпы роста инвестиций сильно упали, а в 2013 г. произошло падение инвестиций на 0,11% до 9660 млрд. руб. [5] Важно, что денежная система не оказывает положительного влияния на инвестиции – денежная масса прирастает опережающими темпами по сравнению с валовыми капиталовложениями, что приводит к снижению отношения инвестиций к денежной массе – с 56,72% в 2005 г. норма инвестиций в денежной массе упала до 34,15% в 2013 г., причем в последние два года снижение нормы ускорилось. Это говорит о неэффективности денежной системы. Если деньги не могут выполнять качественно свои ликвидные платежные функции, то они должны исполнять свои функции сбережения и сохранения стоимости – деньги как капитал. Однако и в этой связи каждый новый создаваемый в системе рубль приводит к меньшему созданию капитала в экономике. В 2013 г. прирост денежной массы на 2,34 трлн. руб. привел не к росту, а к падению инвестиций более чем на 100 млрд. руб. При этом инвестиционная квота (доля инвестиций в ВВП) остается стабильной на уровне 14–16%. Естественно, на фоне ухудшения инвестиционной сферы, проблемы возникли у компаний и на финансовом рынке – с 2010 г. идет тенденция на снижение объемов секьюритизации – операций по размещению ценных бумаг с целью привлечения финансирования, операций обратного выкупа или дополнительной эмиссии бумаг. О развитии рыночной финансовой системы (когда перераспределение средств из сбережений в инвестиции производится не через банковский сектор, а через финансовые рынки) и фондового канала трансмиссионного механизма Банка России в таких условиях не приходится. Финансовый сектор остается спекулятивной сферой, не направленной на развитие реально-

го бизнеса и привлечение капитала для него. Этому способствует, в том числе, высокий уровень процентной ставки. Принцип инвестиционного и кредитного ограничения через высокие ставки процента действует как мощный механизм перераспределения капитала из реального сектора в финансовый сектор. Инвестиционные ресурсы движутся из промышленности, для которой проценты являются издержками, в финансовые спекуляции, где процентная ставка характеризует норму доходности.

4. Бюджетные проблемы государственных финансов

Стоит сказать о государственной финансовой системе, где профицитный бюджет 2000-х гг. перешел к дефицитному исполнению. Если дефицит 2008–09 гг. был связан с внешним кризисом и падением конъюнктуры мировых товарно-сырьевых рынков, то после профицита в 1,55% ВВП в 2011 г. бюджет перешел к дефициту – 1,27% ВВП в 2013 г. при сохранении уровня государственной квоты (доля государственных расходов в ВВП остается на уровне 35–40%) и нарастании государственного долга. [5] Опасной тенденцией является кризис региональных и местных бюджетов – дефицит консолидированного бюджета субъектов федерации вырос с 0,5% ВВП в 2012 г. до 1% ВВП в 2013 г., при этом региональным бюджетам стали менее доступны дотации федерального центра и механизмов перераспределения, заставляя их получать дорогое финансирование через банковские кредиты. [2, 4] Происходит постепенный рост суммарного государственного долга с 15,6 трлн. руб. в 2011 г. до 22,2 трлн. руб. в 2013 г. (в отношении к ВВП – с 27,98% до 33,23%), причем динамика внешних займов ускорилась, а динамика внутренних – замедлилась, что говорит об ухудшении положения бюджета страны. [5] Это говорит о качестве финансовой политики в стране, в рамках которой при высоких государственных сбережениях (во время профицитного бюджета, высоких резервов, а также при наличии Стабилизационного фонда объемом 6243,83 млрд. руб., 8,6% ВВП, по со-

стоянию на апрель 2014 г.) в масштабах, превышающих кассовый разрыв бюджета, государство размещает эти сбережения под доходность 2–3% в зарубежных активах, при этом занимает средства в рамках государственного долга под 6–7% годовых. [4]

5. Проблемы конкурентоспособности

Все конъюнктурные ухудшения происходят на фоне стабильных цен на энергоносители на мировых рынках выше заложенных в бюджетные расчеты. Стоит также отметить, что ухудшение финансовой и долговой конъюнктуры в России в последние годы происходит на фоне снижения конкурентоспособности российской экономики в мировом хозяйстве в 2011–13 гг. Монетарные программы стимулирования экономики в развитых странах – США, ЕС, Японии, Великобритании и других, а также фискальное стимулирование экономики на фоне монетизации долга привело к улучшению производственных и торговых условий на Западе, в то время как в России политика «дорогих денег» и искусственно завышенного рубля, высоких ставок процента привела не только к масштабному оттоку капитала, но и снижению внешнеторгового сальдо. Заимствовать в развитых странах для производства и реализации продукции в России и получения доходов в крепком рубле было выгоднее ведения хозяйственной деятельности внутри при дорогом фондировании и низких валютных доходов от экспорта. В итоге к 2014 г. российская экономика имеет высокое долговое бремя с крупными процентными платежами и существенное ухудшение внешней конъюнктуры, ослабляющей возможности экспортного мультипликатора (значение которого после 2011 г. ушло в отрицательную зону). Естественно, крепкий рубль 2011–2013 гг. стимулировал российских граждан тратить заработанные доходы не в России (где парадоксально складывалась ситуация внутренней инфляции рубля и внешнего укрепления по отношению к иностранным валютам), а за рубежом, обменяв на большой объем валюты

и получив возможность приобрести большой объем благ. К ситуации низкой конкурентоспособности систематически приводила политика перманентного изъятия свободных денег из экономики посредством бюджета или банковского сектора и направления этих ресурсов за рубеж, в то же время для внутренних агентов были сформированы жесткие экономические условия, особенно с позиции рынка капитала и ликвидности. Естественно, что при вступлении в Всемирную торговую организацию (ВТО), когда были убраны протекционистские барьеры на пути торговли и движения ресурсов, российская экономика оказалось под ударом внешней конкуренции.

6. Заключение

Основным выводом является нарастание негативных тенденций в экономике, связанных с разворачиванием долгового кризиса в стране, а также с ухудшением качества денег и конъюнктуры денежной системы. Денежно-кредитная система работает все хуже в результате монетарной и фискальной политики в стране, направленной на «удушение» экономической активности. Россия сталкивается с проблемой высокой оборачиваемости долгом (левериджем), когда маржинальная эффективность долга (отношение прироста ВВП к приросту суммарного национального долга) снижается и смысла наращивать заимствования нет, пока не произойдет расчет по существующим обязательствам. Это связано с высокими процентными ставками и нормой заимствования, дефицитом ликвидности и отсутствием иных каналов эмиссии денег, кроме валютного, узостью монетарного регулирования со стороны Банка России, а также слабым развитием кредитования, «кредитным голодом» в стране. В этой связи понижение кредитного рейтинга России в 2014 г. выглядит не только геополитической санкцией со стороны Запада, но и вполне адекватным экономической реальности явлением. В силах финансовых властей и Банка России изменить срочную структуру ставок процента, сделав длинные деньги более доступными, а короткие

деньги – менее доступными, чтобы перераспределить банковские активы от потребительского кредитования (малых сумм на короткий срок) в сторону корпоративного кредитования (крупных сумм на длинный срок). Необходимо расширять трансмиссионный механизм Банка России развитием кредитного канала и канала рефинансирования, а также процентного канала с постепенным снижением ставок процента, начиная с ключевой ставки РЕПО, которая неоправданно долго остается завышенной. В условиях низкой доступности внешнего финансирования и ограничения западных рынков капитала, необходимо создавать условия на собственном финансовом и кредитном рынках. Помимо этого, Банку России необходимо развивать фондовый канал (канал рынка активов) денежной трансмиссии с целью улучшения долговой и инвестиционной конъюнктуры в стране.

Литература

1. Олейников А.А. Экономическая теория. Политическая экономия национального хозяйства. – М.: Институт русской цивилизации, 2011. – С. 632–633.
2. Обзор экономических показателей (Экономическая Экспертная Группа): аналит. обзор, март 2014.
3. Сайт Банка России: <http://www.cbr.ru/>.
4. Сайт Министерства финансов Российской Федерации: <http://www.minfin.ru/ru/>.
5. Сайт Федеральной службы государственной статистики РФ: <http://www.gks.ru/>.

References

1. Oleynikov A.A. Economic theory, Political economy of the national economy. – M.: Institut russkoy tsivilizatsii. 2011 – p. 632–633.
2. Review of economic indicators (Economic Expert Group): analytical review, march 2014.
3. Syte of Central Bank of Russian Federation: <http://www.cbr.ru/>.
4. Syte of Ministry of finances of Russian Federation: <http://www.minfin.ru/ru/>.
5. Syte of Federal state statistics service: <http://www.gks.ru/>.