

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

DOI: 10.37930/1990-9780-2023-3-77-25-33

*М. В. Ершов*¹

НОВЫЕ ЗАДАЧИ И НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА²

Рост глобальной экономики и ведущих стран незначительно пересматриваются в лучшую сторону в 2023 г., однако в целом динамика существенно замедлилась. При этом центральные банки развитых стран продолжают повышать ставки, ограничивая возможности экономического роста. Отмечается, что в новых условиях актуализируется проблема усиления внутренних механизмов экономического развития. В санкционных условиях российская экономика столкнулась с принципиально новыми обстоятельствами и иными задачами. Это требует дополнительных рычагов регулирования и поддержки экономики. Подчёркивается необходимость поддержки экономического роста на основе факторов внутреннего спроса, создания новых источников финансовых ресурсов и новых механизмов их формирования. При этом более важным становится обеспечение экономики длинными деньгами для финансирования инвестиций, доступных для более широкого круга участников рынка; целесообразен устойчивый и необесценивающийся курс рубля и др. Всё это требует существенной модификации денежно-кредитных и финансовых подходов.

Ключевые слова: санкции, рост экономики, центральные банки, денежно-кредитная политика, финансовые рынки, валютный курс.

УДК 330.352

К середине 2023 г. Международный валютный фонд (МВФ) констатировал, что нарушенные глобальные цепочки практически восстановились, стоимость перевозок и время доставки вернулись к допандемийным значениям³. Динамика роста глобальной экономики на 2023 г. пересмотрена в сторону незначительного повышения – до 3 % (прогноз начала 2023 г. – рост на 2,8 %). На американских фондовых рынках, несмотря на слабую динамику в экономике, продолжается преимущественно тенденция роста. Этот рост обеспечивается не широким спектром акций различных компаний, а лишь несколькими высокотехнологичными компаниями, и его едва ли можно назвать проч-

¹ *Михаил Владимирович Ершов*, профессор Финансового университета при Правительстве РФ (125993, РФ, Москва, Ленинградский пр., 49), д-р экон. наук, e-mail: astanasova@fa.ru.

² Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счёт бюджетных средств по государственному заданию Финуниверситета в 2023 г.

³ IMF. World Economic Outlook. Update. July 2023.

ным и адекватным экономическим тенденциям. В то же время, по оценкам международных организаций, в частности ОЭСР, финансовые условия остаются жёсткими и волатильными⁴.

Центральные банки ведущих стран продолжают повышать процентные ставки для снижения инфляции, ограничивая возможности расширения потребительского спроса и экономической активности бизнеса. И хотя инфляция начала сокращаться во многих странах, ожидается, что повышенные ставки сохранятся на более длительный период. Кроме того, ситуация существенно различается по странам – в развивающихся она сложнее из-за их зависимости от импорта и более высокой волатильности курса национальной валюты.

Геополитическая напряжённость вокруг Украины, а также противостояние США и Китая формируют высокий уровень неопределённости в долгосрочной перспективе. Возрастает вероятность усиления процессов деглобализации. Страны, не входящие в группу развитых, пытаясь восполнить недостаток информации, всё чаще обсуждают возможности создания более благоприятных условий для взаимодействия. Отчётливо просматривается необходимость создания механизмов, обеспечивающих бесперебойное и взаимовыгодное взаимодействие. В центре внимания остаются вопросы расширения расчётов в национальных валютах, применения цифровых валют центральных банков, создания наднациональных межрегиональных валют и др. Обостряется задача снижения инфляции при одновременном поддержании экономического роста.

Практически перед всеми странами стоит важнейшая задача – усиление внутренних национальных механизмов развития. Многие страны, особенно развивающиеся, перестраивают механизмы финансирования своих экономик (включая бюджетное финансирование), делая всё больший упор на привлечение средств с внутренних рынков. Для таких стран из-за высоких процентных ставок снижается возможность привлечения средств на внешних рынках, а усиление волатильности курса национальных валют с тенденциями к девальвации в условиях высокой неопределённости в мире повышает валютные риски. Развивающиеся страны, по оценкам МВФ, в 2022 г. истратили около 380 млрд долларов из золотовалютных резервов для поддержания курсов национальных валют. Среди стран с формирующимися рынками 30 % испытывают проблемы с долгами или очень близки к этому⁵.

Для России усиление опоры на внутренние механизмы более актуально, чем для других стран, так как масштабные санкции западных стран существенно ограничили и деформировали возможности международного сотрудничества и взаимодействия с внешними рынками. Это подчёркивал Банк России: «России предстоит пройти через структурную трансформацию экономической системы с опорой на внутренние ресурсы»⁶. Благодаря своевременным и разносторонним мерам поддержки со стороны регуляторов и Правительства РФ остроту проблем в начале санкционного периода удалось сдержать. Бизнес начал быстро перестраивать направления своей деятельности, находить новые рынки, менять схемы проведения платежей и т. д. Однако экономика вступила в принципиально новый период, который характеризуется высокой неопределённостью дальнейших перспектив. Поскольку санкции продолжают расширяться, многие

⁴ OECD. Economic Outlook. A long unwinding road. June 2023.

⁵ UNCTAD. Trade and Development Report. Development Prospects in a Fractured World. 2022.

⁶ Банк России. Основные направления развития российского финансового рынка на 2023–2025 годов. Декабрь 2022.

партнёры из дружественных стран начинают опасаться вторичных санкций и усиления давления со стороны западных партнёров и международных организаций. В таких условиях, выстроив новые бизнес-взаимосвязи, очевидно, нельзя быть уверенными в их стабильности даже в среднесрочной перспективе.

Экономика России в 2022 г. продемонстрировала лучшую динамику, чем ожидали международные и большинство российских экспертов. ВВП снизился всего на 2,1 %, а по итогам 2023 г. ожидается рост, по различным прогнозам (МВФ, Банка России, Минэкономразвития РФ), от 1,2 до 2,5 %. Это не сильно ниже прогноза МВФ по росту мирового ВВП в 3 % в 2023 г. и вполне сопоставимо и даже выше, чем для большинства ведущих западных стран: США – 1,8 %, Япония – 1,4 %, Еврозона – 0,9 %, Франция – 0,8 %, Германия – (-0,3 %).

Такой рост российской экономики в 2023 г. может рассматриваться как достаточно успешный, особенно с учётом санкций и довольно жёстких условий на российском внутреннем финансовом рынке.

В 2022 г., когда санкции начались и сильно затронули финансовый сектор, российский регулятор резко повысил ключевую ставку (до 20 %), чтобы предотвратить изъятие средств из банков и отток капитала. Эксперты дают различную оценку такой мере в кризисных условиях. Однако вскоре после относительной стабилизации финансово-экономических условий в РФ Банк России уже в апреле 2022 г. начал снижать ключевую ставку.

Также в начале санкций регулятором были введены своевременные меры валютного контроля для стабилизации российского валютного рынка, который был в числе главных мишеней антироссийских санкций.

Очевидно, что, когда внешние западные рынки для российского бизнеса практически закрыты, а новые пока не предоставляют возможностей фондирования, важнейшим становится внутренний финансовый рынок. Снижение процентных ставок и защита стабильности внутреннего рынка с помощью мер валютного контроля и регулирования были крайне своевременными и должны были стать важным источником поддержания экономической активности реального сектора. Когда возросла необходимость трансформации экономической системы, роль внутреннего финансового сектора для экономики стала решающей.

Укрепление рубля вследствие валютных ограничений, которое началось в середине 2022 г., и снижающаяся ставка расширили возможности для инвестиционного импорта, что крайне важно на данном этапе российской экономики. Увеличился спрос реальной экономики на финансовые ресурсы, что выразилось в расширении кредитования со стороны банков, а также в увеличении облигационных займов. Одновременно начался отказ от валют недружественных стран (доллара, евро и др.) и переход на расчёты и сбережения в рублях и валютах так называемых дружественных стран. Важнейшую роль среди них объективно играет китайский юань. Крупные российские компании стали привлекать средства в юанях на российском облигационном рынке. В результате оборот торговли долларами и евро на Московской бирже устойчиво сокращается, а оборот торговли юанями растёт. Интервенции в рамках бюджетного правила в 2023 г. начали осуществляться в юанях вместо долларов.

При этом Банк России уже в 2022 г. начал отменять валютные ограничения и возвращаться к более нейтральной денежно-кредитной политике. Это усилило отток капитала из страны – его объём достиг почти 220 млрд долларов. В то же время отмена обязательной продажи валютной выручки ограничила приток валюты в страну. Кроме того, снижение стоимости российского экспорта и восстановление импорта в 2023 г.

были в числе факторов удешевления рубля, который за семь месяцев 2023 г. подешевел почти на 20 %.

Согласно опросам РСПП, во втором квартале 2023 г. нестабильность рубля была названа представителями бизнеса вторым по значимости ограничителем их деятельности, тогда как в первом квартале этот фактор занимал лишь шестое место (рис. 1)⁷.

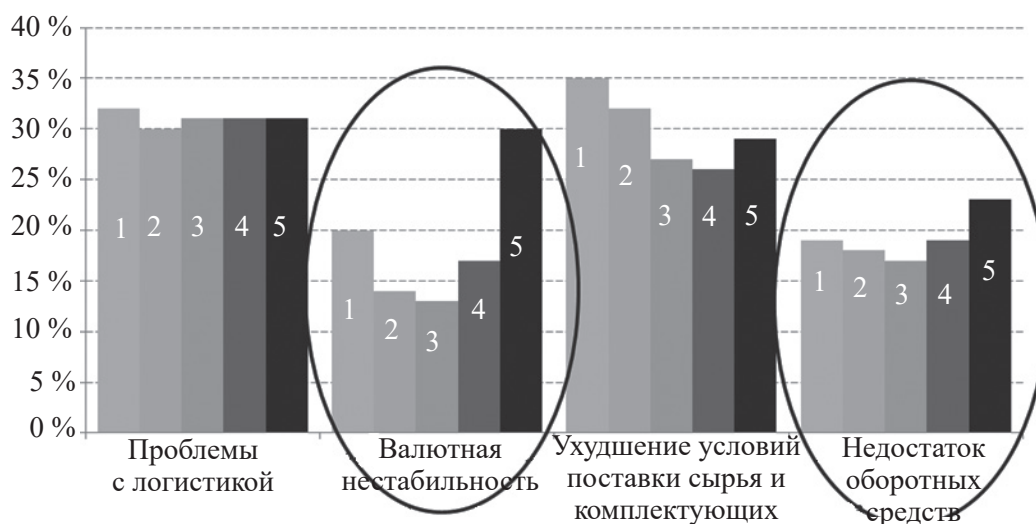


Рис. 1. Главные ограничители деятельности (источник: РСПП. Состояние российской экономики и деятельность компаний: результаты мониторинга РСПП в соответствующие периоды): 1 – II кв. 2022; 2 – III кв. 2022; 3 – IV кв. 2022; 4 – I кв. 2023; 5 – II кв. 2023

Примечательно, что в 2023 г. волатильность рубля была не намного выше, чем во второй половине 2022 г. (рис. 2). При этом респонденты в 2023 г. всё чаще обозначают её в качестве ограничения, что может быть связано с обесценением рубля, которое началось в 2023 г.

В целом развитие финансового сектора отражает неопределённость относительно перспектив и неуверенность участников рынка. Это выражается, в частности, в том, что 70 % кредитов нефинансовым организациям были выданы на короткий срок (до одного года). При этом ставка, хоть и была снижена регулятором, оставалась довольно высокой, что снижает возможности финансирования.

В 2023 г. Банк России вновь начал повышать ключевую ставку из-за опасений роста инфляции вследствие удешевления рубля. По мнению банка, ужесточение денежно-кредитной политики должно происходить, пока инфляция не разгонится⁸. Очевидно, что предупреждать проблемы правильно и дальновидно, однако, какой в итоге

⁷ РСПП. Состояние российской экономики и деятельность компаний: результаты мониторинга РСПП во II квартале 2023 года. <https://rspp.ru/activity/analytcs/sostoyanie-rossiskoi-ekonomiki-i-deyatelnost-kompaniy-rezultaty-monitoringa-rspp-vo-ii-kvartale-2023/>

⁸ Банк России. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Июль 2023.

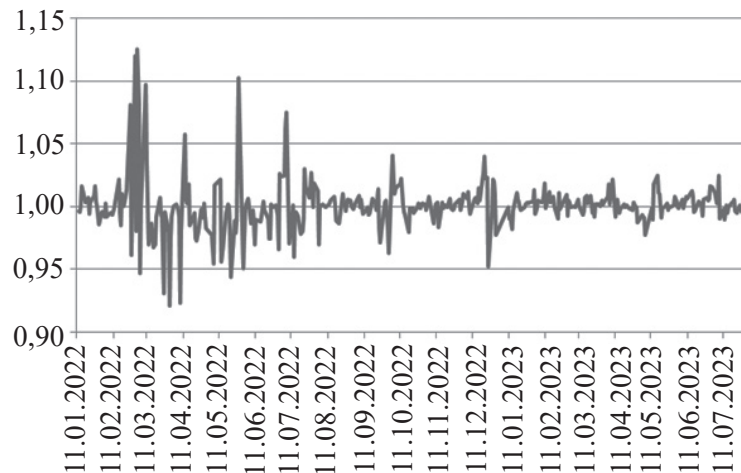


Рис. 2. Волатильность курса рубль/доллар (по данным Банка России)

будет цена вопроса? Уже сейчас обостряется проблема нехватки оборотных средств, что следует также из опросов бизнеса (опрос РСПП). Кроме того, чем волатильнее ставка, тем волатильнее ожидания участников рынка и курс валюты. Это приводит к неуверенности в бизнес-среде, замедлению экономической активности и др.

Банк России, обосновывая повышение ключевой ставки в июле 2023 г., заявил, что «восстановительная фаза роста экономики завершается», а далее темпы роста, как правило, «выходят на более сбалансированную умеренную траекторию»⁹. При этом, по оценкам регулятора, рост ВВП в 2023 г. составит 1,5...2,5 % (пересмотрен в сторону повышения). В условиях трансформации экономики считать такие низкие темпы роста потолком возможностей представляется довольно спорным.

В данном случае трансформация экономики означает не только изменение направлений товарных потоков и нахождение новых бизнес-партнёров. Ключевым моментом трансформационных изменений в экономике России является также развитие новых производств различных отраслей с упором на высокотехнологичные направления, развитие импортозамещения и др. Очевидно, что при реализации таких структурных изменений экономики темпы роста в 2,5 % являются крайне низкими. Для справки отметим, что в период трансформации экономики Японии (1950 – 1970 гг.) среднегодовые темпы её роста составляли 9,5 %. В Южной Корее в период индустриализации экономики (1961–1978 гг.) рост ВВП был в среднем 10 % в год.

Столь заниженные и слабые ожидания российских регуляторов повышают опасения бизнеса относительно перспектив и транслируют им неуверенность в стабильности и получении поддержки от регулятора в случае возникновения такой необходимости.

В санкционный период, с 2022 г., в российской экономике существенно возрос объём денег. Денежная база за 2022 г. выросла на 20,1 %, денежный агрегат М2 – на 24,4 %. Это наиболее масштабный годовой прирост денежной массы за последние десять лет (рис. 3).

⁹ Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике. №3(43). Август 2023.



Рис. 3. Прирост денежной массы рубля (M2), г/г, %
(по данным Банка России)

Росту денежной массы способствовали переток валютных средств нефинансового сектора на рублевые депозиты и расходование средств ФНБ. Помимо этого, значимым фактором роста денежной массы было увеличение бюджетных расходов, которое привело к дефициту и финансировалось за счёт внутренних заимствований. Объём нетто-привлечений на внутреннем рынке по итогам 2022 г. составил 2,1 трлн рублей (1,4 % ВВП).

Основными покупателями новых эмиссий госдолга являются коммерческие банки, которые используют ОФЗ в качестве залога под рефинансирование в Банке России. Представляется, что такая схема пополнения ликвидности в экономике сдерживает потенциал применения этих средств. Это связано с тем, что применяемые инструменты рефинансирования носят краткосрочный характер. В итоге рост ликвидности не приводит к расширению длинной финансовой ресурсной базы для экономики, необходимой при проведении структурных изменений. Кроме того, банки находятся в условиях неопределённости относительно параметров рынка и ставок на следующих этапах рефинансирования.

Альтернативой такому механизму могло бы стать участие Банка России в качестве покупателя российских гособлигаций¹⁰. Такой механизм, когда национальный центробанк покупает облигации национального министерства финансов, лежит в основе формирования денежной базы всё большего числа стран. Причём в кризис 2020 г. его стали активно использовать даже страны с формирующимися рынками. В ряде из них значимую часть (до 40...50 %) национальных гособлигаций покупал центральный банк. Законодательство многих стран ограничивало покупки центробанком национального госдолга, однако, с учётом остроты ситуации и необходимости использования механизмов, облегчающих финансирование расходов, были внесены соответствующие поправки. Такой механизм возможен и при участии коммерческих банков в качестве

¹⁰ Ершов, М. В. Российская экономика в условиях новых санкционных вызовов / М. В. Ершов // Вопросы экономики. 2022. №12. С. 5–23.

первичных покупателей национальных гособлигаций, однако затем они должны быть проданы центральному банку, а не переданы в залог под короткое рефинансирование. Это расширит возможности коммерческих банков по кредитованию реального сектора.

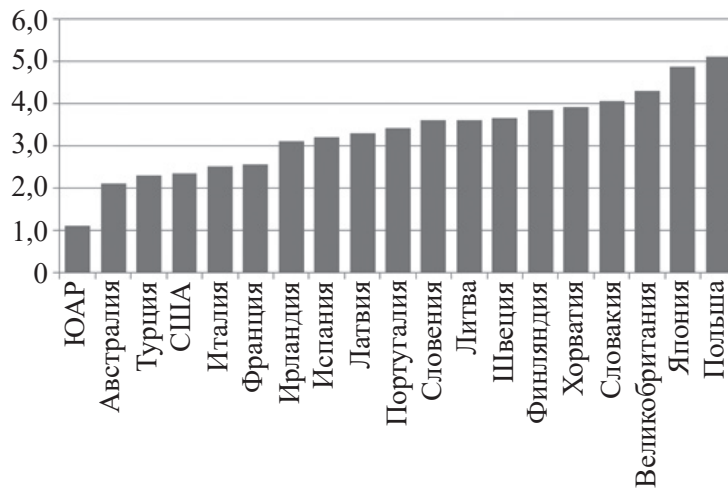


Рис. 4. Доля национальных гособлигаций на балансах у национальных центральных банков, % (источник: М. В. Ершов, по данным OECD)

Применение такого механизма имеет и ряд более системных преимуществ. В частности, это позволяет сократить процентные ставки, что важно для реальной экономики (доступность денег) и необходимо для государственного бюджета (удешевление обслуживания госдолга). В последний период значимая часть госдолга в РФ размещается по плавающей ставке, и высокие ставки могут стать проблемой и ограничивать возможности бюджета.

Использование упомянутых подходов в целом может привести к смягчению проблемы финансирования государственных расходов. Это особенно актуально для российской экономики, учитывая важную роль государства на этапе трансформации экономики и снижение поступлений от экспорта. Низкий уровень госдолга (а он у России один из самых низких) формирует возможности его безболезненного наращивания.

В России аргументом против применения такой схемы являются ограничения покупки Банком России государственных ценных бумаг при их первичном размещении (ст. 22 № 86 ФЗ)¹¹. Однако возможны покупки ОФЗ регулятором на вторичном рынке. Альтернативой может быть уточнение данной схемы в законе о федеральном бюджете страны, где будет указано, что покупателем госдолга может быть сам Центральный банк.

Отметим, что в США центральный банк – ФРС – раньше покупал казначейские облигации напрямую у казначейства страны. Однако в дальнейшем в схему были включены коммерческие банки, которые участвуют в покупках при первичном размещении

¹¹ Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ (ред. от 24.07.2023) «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

этих бумаг, а затем ФРС покупает эти облигации у коммерческих банков, проводя целевую эмиссию под расходы американского казначейства. Данный механизм, по сути, является косвенным элементом философии и технологии, которая применяется при подходах количественного смягчения. Наиболее масштабно данный механизм используется в кризисные периоды (2007–2009 гг. и 2020–2021 гг.). Это ограничило негативные процессы и спад в экономике, которые могли произойти без применения данного механизма.

Важным преимуществом покупки гособлигаций своим центробанком является возможность «удлинения» денег в экономике, что особенно важно для финансирования инвестиций. Выпуск гособлигаций на длительные сроки, при том что их конечным покупателем будет Центральный банк, позволит влить в экономику длинные деньги. В условиях отсутствия у российского бизнеса доступа к дешёвым внешним ресурсам (как было ранее) это ещё более важно. Создание новой части валового продукта предполагает финансирование за счёт новых денег, а не путём перетягивания старых из тех сфер, где они функционируют.

Отметим, что структурный профицит ликвидности, который стал наблюдаться в российском банковском секторе, формально может указывать на избыточность денег в системе. Однако профицит распределён в банках неравномерно, что ограничивает возможности попадания ликвидности в экономику. О её сконцентрированности в отдельных банках говорит то, что системное наличие масштабного профицита не приводило и не приводит к значительному снижению ставок. Кроме того, во второй половине 2023 г. часто отмечается дефицит денег, а это указывает на неустойчивость явления.

Обеспечение валютной стабильности и достаточного объёма доступной ликвидности, адекватной задачам, стоящим перед экономикой, было важным и ранее. Однако в условиях санкций и геополитической напряжённости актуальность этих задач возрастает.

Формирование национальных основ обеспечения экономического развития позволит создать в российской экономике механизмы, минимизирующие внешние риски, и потенциал геоэкономической и геополитической прочности, необходимый для расширения системообразующей роли России в мире.

M. V. Ershov¹². New Objectives and New Opportunities for Economic Growth. The growth of the global economy and the advancement of leading countries is considered to be on the rise in 2023, but overall dynamic has slowed significantly. At the same time, central banks of developed countries continue to raise rates, limiting opportunities for economic growth. It is noted that under new conditions the issue of strengthening the internal mechanisms of economic development is becoming more urgent. Under sanctions the Russian economy is faced with fundamentally new circumstances and other challenges, which requires additional levers of regulation and economic support. The need to support economic growth based on domestic demand factors, the creation of new sources of financial resources and new mechanisms for their formation are emphasized. Nevertheless, it becomes

¹² *Mikhail V. Ershov*, Director of Center for Monetary Policy and Financial Markets, Financial University under the Government of the Russian Federation (49 Leningradskiy Avenue, Moscow, 125993, Russia), Doctor of Economics, e-mail: astanasova@fa.ru.

more important to provide the economy with long-term money to finance investments accessible to a wider range of market participants; a stable and non-depreciating ruble exchange rate is advisable, etc. All this requires a significant modification of monetary and financial approaches.

Keywords: sanctions, economic growth, central bank, monetary policy, financial market conditions, exchange rate.