

## Факторы финансовой стабилизации российской экономики

© 2007 З.А. Пилипенко

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

Рассматриваются проблемы финансовой стабилизации российской экономики в условиях ее интенсивной интеграции в систему мировых финансовых и товарных рынков, а также анализируются особенности участия российской экономики в системе международного разделения труда в начале XXI в.

Неравномерность развития отдельных секторов российского финансового рынка прямо связана с их различной эффективностью. Если фондовый рынок дальше других продвинулся к формированию модели эффективного рынка, то большинство других секторов остаются низкоэффективными. Именно с этим связано увеличение доли корпоративных ценных бумаг в общей стоимости финансовых активов.

Нарастание диспропорций особенно заметно в течение 2002-2006 гг. Рынки акций и корпоративных облигаций росли гораздо быстрее рынка банковских кредитов. В результате по соотношению объема банковских активов и ВВП Россия существенно (более чем в 10 раз) отстает от развитых стран, тогда как по соотношению капитализации рынка акций и ВВП почти догнала их<sup>1</sup>.

Проблема финансовой стабильности вызвана тремя существенными диспропорциями рынка акций:

- разрывом между объемом ресурсов, привлеченных российскими финансовыми институтами, и объемом финансовых активов экономики;
- противоречием между краткосрочным характером ресурсов, предоставляемых финансовым сектором, и долгосрочным характером финансирования экономического роста;
- неравномерностью развития отдельных секторов финансового рынка.

Оценка финансовой стабильности включает в себя ряд критериев: корпоративное управление, стандарты регулирования фондового рынка и банков, прозрачности, МСФО и аудиторской деятельности, стандарты платежных систем, систем расчетов по ценным бумагам. Все секторы российского финансового рынка не в полной мере соответствуют указанным стандартам. Эта ситуация усугубляется экспортно-сырьевой ориентацией российской экономики. Для преодоления негативных последствий, вызванных ростом притока капитала, важно обеспечить эффективную переработку поступающих

финансовых ресурсов и направление их по рыночным каналам в экономику.

Товарная и пространственная структуры внешнеэкономического оборота России также не способствуют формированию благоприятных условий для устойчивого экономического роста. В структуре экспорта около 80% приходится на сырьевые товары, что предопределяет зависимость национального хозяйства страны от колебаний конъюнктуры мировых сырьевых рынков, отрицательно влияя на устойчивость экономического роста и на финансовое его обеспечение.

Далеко не оптимальной представляется складывающаяся в последние годы величина сальдо текущих операций платежного баланса. Большое активное сальдо, помимо положительных эффектов (возможность обслуживания внешнего долга, увеличение золотовалютных резервов), порождает и известные проблемы. Активное сальдо текущих операций означает, что из внутреннего экономического оборота изымаются большие материальные ценности, чем поступающие по импорту ресурсы. При активном сальдо происходит фактическое кредитование заграницы экспортером. Он отдает свои ресурсы и получает их лишь через некоторое время. Очевидно, что часть ресурсов, соответствующая долговым выплатам, не возвращается в Россию вообще.

Если сделать декомпозицию темпов роста ВВП по годам, то видно, что чем больше колебания цен на нефть, тем меньше влияние других факторов (не связанных с нефтью) на рост ВВП. Если в 2000 г. на долю роста нефтяных цен пришлась значительная часть (5,9 % из 10) роста ВВП в 2000 г., то небольшое снижение средней цены нефти в течение 2006-2008 гг. будет оказывать отрицательное воздействие.

Экспортные цены косвенным образом сказались и на состоянии финансовых потоков. Так, наряду с увеличением потребительского спроса, формируемого под влиянием роста реальных располагаемых денежных доходов населения, в экономике создаются условия для дальнейшего увеличения ресурсов, трансформирующихся во внутренние инвестиции.

<sup>1</sup> Бюро экономического анализа: Обзор экономической политики в России за 2004 г. М., 2005.



чего из-за сближения объемов экспорта и импорта резервы начнут снижаться. Иными словами, дальнейшее реальное укрепление рубля с темпом 10 % в год и удвоение объемов импорта в начавшемся пятилетии не выглядит нереальным, если оно будет поддержано притоком капитала на уровне сложившихся тенденций.

Таким образом, на первый взгляд, кажется, что такая сильная прямая и косвенная зависимость макроэкономической динамики России от мировых цен на российские экспортные товары предопределяет выбор модели внешнеэкономических связей с ориентацией на простейшие формы международного разделения труда - общего и частного. Однако стратегический эффект получается для национальной экономики лишь в случае ее интеграции в международное единичное разделение труда для участия в производстве валового продукта в рамках транснациональных воспроизводственных комплексов.

Критически важными для поддержания высоких темпов реального укрепления рубля и импорта в среднесрочной перспективе являются два условия - приток капитала и цены на нефть. До сих пор Россия могла добиваться темпов роста в размере пяти и более процентов только тогда, когда существенно повышалась цена на нефть.

Укрепление рубля приводит, во-первых, к снижению относительных цен на импортные товары (при тех же издержках российских производителей), во-вторых, к уменьшению издержек российских производителей при использовании импортных сырья, комплектующих и оборудования и, в-третьих, к увеличению покупательной способности внутреннего спроса. Кроме того, вследствие реального укрепления рубля происходит переток ликвидных ресурсов из секторов, более подверженных влиянию международной конкуренции, в секторы, менее подверженные ему. Соответственно, его воздействие на выпуск отрасли может быть как положительным, так и отрицательным.

Рост реального курса рубля, обусловленный повышением мировых цен на нефть, в среднесрочной перспективе способствует увеличению выпуска всех секторов экономики. Если рост реального курса рубля вызван возросшим притоком капитала или меньшим увеличением международных резервов, это в среднесрочной перспективе стимулирует поставки на внутренний рынок и не сказывается на величине экспорта.

Существует три принципиальные стратегии выхода из складывающейся ситуации:

- сокращение государственных обязательств как в части процентных платежей (рес-

структуризация долга), так и финансирования действующих государственных институтов;

- расширение налоговой базы, прежде всего, за счет экономического роста и расширения денежных форм расчетов;

- привлечение новых внутренних и внешних займов.

Проблемы РФ в области внешнеэкономической деятельности связаны с несоответствием экспортного потенциала и валютных резервов страны потребностям в критическом импорте и ресурсах для обслуживания внешнего долга и поддержания внешней платежеспособности. Девальвация рубля и последовавшее за этим увеличение активного сальдо торгового баланса (с 15-16 до 50-55 млрд. долл. в год) создали иллюзию благополучия во внешнеэкономической сфере<sup>4</sup>. Между тем проблемы напряженности платежного баланса, как и порождающие их диспропорции и противоречия российской экономики, никуда не исчезли - они лишь временно отошли на второй план. Значительная часть этих проблем связана с гигантским денежным навесом, который призван нейтрализовать Стабилизационный фонд.

Значительная часть российской экспорта характеризуется низкой конкурентоспособностью по критериям мирового рынка - из-за избыточных производственных и транспортных затрат, высокой капиталоемкости, низкого качества продукции. По экспертным оценкам, эффективный экспортный потенциал России (т.е. экспорт, сохраняющий рентабельность в условиях выравнивания валютного курса и паритета покупательной способности) составляет менее 50 млрд. долл., т.е. всего около 50 % годового объема российской экспорта товаров. Эффективность этого экспорта обеспечивается за счет заниженного валютного курса рубля (по сравнению с паритетом покупательной способности), что фактически представляет собой одну из форм скрытого субсидирования экспортоориентированных производств со стороны домашних хозяйств и отраслей, ориентированных на внутренний рынок. Девальвация рубля осенью 1998 г. означала не что иное, как перераспределение через механизм ценовых пропорций «избыточных» доходов потребителей импорта (прежде всего населения) в пользу экспортеров.

В перспективе проблема сохранения и расширения экспортного потенциала будет обостряться вследствие роста капиталоемкости российского экспорта (прежде всего, его сырьевой компоненты). В 1999 г., после девальвации рубля, эта капиталоемкость составила примерно

<sup>4</sup> World Development Indicators. Washington, 2006.

2,4 цента на доллар экспорта, а в 2006-2010 гг. она, по оценке, достигнет 4,7-5 центов. Таким образом, для обеспечения сегодняшнего объема экспорта потребуются капиталовложения в объеме 4-4,5 млрд. долл. - 40-45 % всех сегодняшних производственных инвестиций.

Подводя итоги, можно сделать следующие выводы.

Что касается потребности российской экономики в валютных ресурсах, то она складывается из следующих четырех основных компонентов.

Имеет место критический импорт, аналоги которого либо не производятся в стране, либо их производство неэффективно из-за высоких издержек и низкого качества продукции. Объем такого импорта в перспективе оценивается в 26-28 млрд. долл., в том числе 14-15 млрд. долл. - потребительские товары (20-23% розничного товарооборота), 12-13 млрд. долл. - сырье для промышленного производства и инвестиционные товары.

Импорт услуг в Россию традиционно превышает экспорт. Хотя в последние годы пассивное сальдо этого баланса значительно уменьшилось, в перспективе оно не опустится ниже 3-5 млрд. долл., прежде всего из-за импорта услуг транспорта и туризма.

Вывоз капитала из страны преимущественно нелегальный. Согласно платежному балансу, его величина в начале XXI в. составляла 15-17 млрд. долл., в том числе невозврат экспортной выручки - 4-5 млрд. долл. (5-6 % экспорта), непогашенные авансы по импорту - 4-7 млрд.

долл. (7-10% импорта), а вывоз капитала оценивался в 13-14 млрд. долл.<sup>5</sup>

Таким образом, при сохранении вывоза капитала на сложившемся уровне и обслуживании в полном объеме государственного долга минимальная потребность в валютных ресурсах в обозримом будущем составит более 50-60 млрд. долл. в год, а ее превышение над величиной экспортного потенциала - почти 6-13 млрд. долл. Это означает, что даже при сведении объема импорта к критическому минимуму придется выбирать один из двух вариантов: либо по-прежнему обеспечивать завышенный по сравнению с экспортным потенциалом объем экспорта за счет низкого валютного курса рубля по сравнению с паритетом покупательной способности (это - наиболее вероятный вариант), либо масштабно привлекать внешние финансовые ресурсы в форме займов и иностранных инвестиций. Оба этих варианта будут иметь для российской экономики ряд очевидных негативных последствий.

Необходимость поддержания низкого валютного курса рубля станет стимулировать инфляционные процессы: очередное снижение валютного курса вызовет в конце концов подтягивание внутренних цен к новому уровню, что через какое-то время опять потребует снижения курса и т.д. Заниженный уровень валютного курса рубля приведет к увеличению нагрузки на валютные национальные сбережения со стороны капитальных операций с внешним миром, что вызовет сужение пространства для внутренних инвестиций.

*Поступила в редакцию 07.03.2007 г.*

<sup>5</sup> World Development Indicators. Washington, 2006.