

УДК 336.77(470)

Мицек Сергей Александрович

д-р экон. наук, заведующий кафедрой финансов и кредита, АНО ВО «Гуманитарный университет» (г. Екатеринбург)
E-mail: sergey.mitsek @ gmail.com

Mitsek Sergey Aleksandrovich

Doctor of Economics, Head of Finance and Credit Chair, Liberal Arts University – University for Humanities (Ekaterinburg)

Мицек Елена Борисовна

д-р экон. наук, заведующий кафедрой менеджмента и маркетинга АНО ВО «Гуманитарный университет» (г. Екатеринбург)
E-mail: emitsek@mail.ru

Mitsek Elena Borisovna

Doctor of Economics, Head of Management and Marketing Chair, Liberal Arts University – University for Humanities (Ekaterinburg)

**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА
И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ
В РОССИИ В 2000–2014 ГОДАХ**

**MONETARY POLICY
AND ECONOMIC GROWTH
IN RUSSIA, 2000–2014**

Аннотация

Денежно-кредитная политика в России претерпела значительные изменения в течение 2000–2014 гг. До 2008 г. она характеризовалась существенными объемами покупок иностранной валюты и соответствующим насыщением экономики деньгами. Во время кризиса 2009 г. их оказалось достаточно для того, чтобы избежать девальвации рубля. Когда кризис миновал, произошел возврат к предыдущей политике, но уже в более умеренных масштабах. Начиная с 2012 г. осуществлялся переход к политике таргетирования инфляции, но события второй половины 2014 г. заставили внести некоторые коррективы.

В целом денежно-кредитная политика, проводимая вплоть до 2014 года, может быть признана успешной, но затем внешние факторы и структурные проблемы вызвали замедление темпов экономического роста.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; экономический рост; инфляция; процентные ставки; обменный курс.

Abstract

Monetary policy of the Bank of Russia had undergone significant changes during 2000–2014. In the period prior to 2008 it was characterized by massive purchasing of foreign currency and raising the flow of money into the economy. Then during 2009 year crisis such policy was changed in order to avoid ruble devaluation and credit crunch. Then it returned to previous policy but in more moderate scale when the crisis was over. Since 2012 a policy of inflation targeting was initiated but the events of the second half of 2014 forced it to make some changes.

The overall policy prior to 2014 can be considered as successful but since 2014 external factors and structural problems caused an economic slowdown.

Key words: monetary policy; economic growth; inflation; interest rates; exchange rate.

JEL коды статьи: E31, E41, E43, E51, E52, E58, F31, F32.

Денежно-кредитная политика в России в 2000–2014 гг. может быть условно поделена на несколько этапов. Первый продолжался вплоть до 2008 г. и характеризовался быстрым увеличением денежной массы и международных (золотовалютных) резервов Российской Федерации и высокими темпами экономического роста. Вторым этапом мы назовем период, охватывающий IV квартал 2008 г. и весь 2009 г., когда основные усилия Банка России и Правительства Российской Федерации были направлены на преодоление экономического спада. Третьим этапом были 2010–2011 гг., характеризовавшиеся частичным возвратом к политике перво-

го этапа, но в более скромных масштабах. Четвертый этап начался в 2012 г. переходом к политике инфляционного таргетирования (см.: [9]). Последний этап, вероятно, начался в IV квартале 2014 г., когда внешняя нестабильность вынудила предпринять некоторые изменения в политике. Тем не менее Банк России провозглашает сохранение инфляционного таргетирования (см.: [6; 1]).

Наша цель состоит в анализе результатов этой политики и ее влияния на основные макроэкономические переменные, в первую очередь на экономический рост. В наших расчетах мы использовали в качестве источника статистических данных в первую очередь официальный интернет-сайт Банка России [2], а также сайты Росстата [8] и Института народно-хозяйственного прогнозирования [3], и отчет Всемирного банка [27].

Денежно-кредитная политика до 2008 года

До 2008 г. одним из важных результатов денежно-кредитной политики явилось воспрепятствование чрезмерному укреплению курса рубля. Вследствие кризиса 1998–1999 гг. рубль девальвировался почти в четыре раза по отношению к доллару, и есть ряд свидетельств тому, что это был, скорее всего, «перелет» в падении курса¹. Рассмотрим наиболее очевидные из них.

1. Долларовая стоимость импорта упала более чем в два раза за период со II квартала по III квартал 1998 г. и восстановилась лишь только к III кварталу 2002 г.

В то же время долларовая стоимость экспорта восстановилась уже к III кварталу 1999 г., что было усилено ростом экспортных цен на российские товары (табл. 1).

Таблица 1
Средние экспортные цены на основные товары, долл. за тонну [8]

Год/ Товар	Сырая нефть	Нефте- продукты	Природ- ный газ ²	Лесома- териалы ³	Чу- гун	Медь	Ни- кель	Алюминий
1999	105	95,8	55,3	43,4	69,8	1429	5291	1154
2000	175	174	85,9	43,4	83,7	1677	8641	1298
2001	151	148	101	43,9	91,8	1473	5750	1179
2002	154	149	85,7	44,8	92,5	1371	6117	1039
2003	174	181	106	48,1	132	1611	9062	1058
2004	226	234	109	56,3	254	2632	12609	1172
2005	330	348	151	59,6	264	3447	13563	1316
2006	412	432	213	63,8	246	5996	24054	1708
2007	470	465	234	83,9	317	6638	33855	2153
2008	663	676	354	95,1	489	6047	19546	2164
2009	407	357	249	84,6	277	4894	14548	1444
2010	546	529	273	87,1	369	7216	21790	1817
2011	744	727	343	94,3	475	8737	22963	2036
2012	754	750	348	86,7	418	7579	16982	1838
2013	734	721	342	86,1	391	7288	15216	1846

2. Счет текущих операций, который был до того отрицательным, стал улучшаться уже с IV квартала 1998 г. и затем оставался стабильно положительным (табл. 2 и рис. 1).

¹ Определение и анализ термина «перелет» («overshooting») даны, например, в [22. Р. 110–112].

² За 1 000 кубических метров.

³ За кубический метр.

Платежный баланс Российской Федерации, млрд долл.⁴

Год	Счет текущих операций	Экспорт товаров – всего	В том числе нефть, природный газ и нефтепродукты	Импорт товаров	Прочие статьи текущего счета (сальдо)	Финансовый счет	Сальдо текущего и финансового счета
1999	24,6	75,6	31,0	-39,5	-11,4	-14,0	10,6
2000	46,8	105,0	52,8	-44,9	-13,3	-32,5	14,3
2001	33,9	101,9	52,1	-53,8	-14,2	-6,8	27,1
2002	29,1	107,3	56,3	-61,0	-17,2	0,7	29,8
2003	35,4	135,9	73,7	-76,1	-24,4	1,1	36,5
2004	59,5	183,2	100,2	-97,4	-26,3	-6,8	52,7
2005	84,4	240,0	148,9	-123,8	-31,8	-66,7	17,7
2006	92,3	297,5	190,8	-163,2	-42,0	-103,9	-11,5
2007	72,2	346,5	218,6	-223,1	-51,3	-51,8	20,4
2008	103,9	466,3	310,1	-288,7	-73,7	-100,8	3,2
2009	50,4	297,2	190,7	-183,9	-62,8	-31,5	18,9
2010	67,5	392,7	254,0	-245,7	-79,5	-58,7	8,7
2011	97,3	515,4	341,8	-318,6	-99,6	-88,5	8,8
2012	71,3	527,4	346,8	-335,8	-120,4	-55,7	15,6
2013	34,1	523,3	350,2	-341,3	-147,8	-45,0	-10,9
2014	59,5	497,8	322,2	-308,0	-130,3	-146,6 ⁵	-87,1

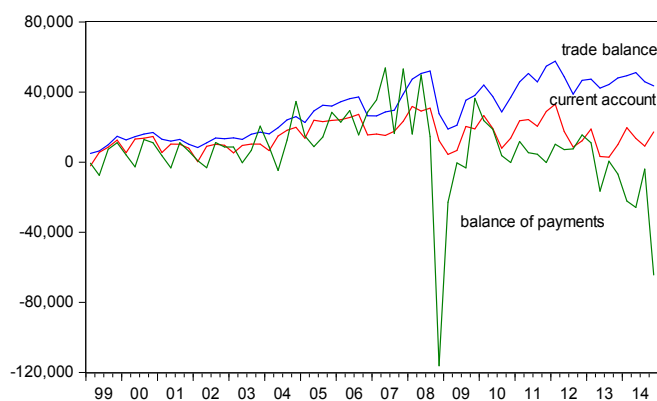


Рис. 1. Торговый баланс, текущий счет и платежный баланс, 1999–2014 гг. (сезонное сглаживание), млн долл.⁶

3. Номинальный обменный курс рубля оставался стабильным, тогда как реальный курс неуклонно снижался (рубль укреплялся) начиная с 2000 г., несмотря на внушительный рост денежной массы (табл. 3).

⁴ Основные агрегаты; источник: [2], расчеты авторов.

⁵ Финансовый счет плюс счет операций с капиталом.

⁶ Источник: [2]; расчеты авторов.

Таблица 3

Обменный курс рубля к американскому доллару⁷

Год ⁸	Номинальный курс	Индекс номинального курса	Индекс реального курса ⁹
1995	4,90	1,00	1,00
1996	4,85	0,99	0,62
1997	5,73	1,17	0,60
1998	6,11	1,25	0,60
1999	24,18	4,93	1,11
2000	28,46	5,81	0,86
2001	28,76	5,87	0,71
2002	31,07	6,34	0,65
2003	31,38	6,40	0,59
2004	28,49	5,81	0,48
2005	27,83	5,68	0,42
2006	27,70	5,65	0,34
2007	26,02	5,31	0,31
2008	23,52	4,80	0,28
2009	34,01	6,94	0,39
2010	29,36	5,99	0,31
2011	28,43	5,80	0,28
2012	29,33	5,99	0,27
2013	31,08	6,34	0,26
2014	35,69	7,28	0,28

4. Доля валютных депозитов в общей стоимости банковских вкладов неуклонно снижался с 46 % в начале 2000 г. до 25 % в 2006 г., и реальные кассовые остатки в рублях увеличились более чем в 3 раза в течение этого периода. То есть люди покупали рубли в надежде на будущее укрепление обменного курса.

5. Отношение паритета покупательной способности к валютному курсу упало с 43 % в 1996-м до 22 % в 1999 г. Затем оно неуклонно росло: до 30 % в 2002 г., 45 % в 2005-м, 58 % в 2008-м и 59 % в 2011 г. (см.: [8])¹⁰.

Еще одним результатом проводимой тогда политики было снижение внешнего долга Российского государства со 139 млрд долл. в I квартале 1999 г. (70 % ВВП) до 39 млрд долл. на начало 2008 г. (2 % ВВП) (табл. 4 и 4а; рис. 2 и 3)¹¹.

Таблица 4

Международные резервы и внешний долг России, млрд долл.¹²

Год (1 янв.)	Международные резервы	Внешний долг, всего	В том числе			
			Правительство	Банк России ¹³	Банки	Прочие
2003	47,8	152,3	96,8	7,5	14,2	33,8
2004	76,9	186,0	98,2	7,8	24,9	55,1
2005	124,5	213,5	97,2	8,2	32,3	75,7
2006	182,2	257,2	71,1	11,0	50,1	125,0
2007	303,7	313,2	44,7	3,9	101,2	163,4
2008	478,8	463,9	37,4	1,9	163,7	261,0

⁷ Источник: [3; 2]; расчеты авторов.

⁸ На конец I квартала.

⁹ Номинальный индекс, умноженный на долларовый индекс импортных цен и деленный на дефлятор ВВП; т. е. это реальный обменный курс по импортируемым товарам («importables» real exchange rate index).

¹⁰ Поведение рубля после событий 1998 года может быть реакцией на внешние шоки в соответствии с моделями Dornbusch (см.: [15]) и Frankel (см.: [16]).

¹¹ Включая внешний долг Банка России.

¹² Источник: [2].

¹³ Включая правительственный долг МВФ.

2009	426,3	480,5	29,5	2,8	166,3	282,0
2010	439,5	467,2	31,3	14,6	127,2	294,1
2011	479,4	488,9	34,5	12,0	144,2	298,2
2012	498,6	538,9	34,7	11,5	162,8	329,8
2013	537,6	636,4	54,4	15,6	201,6	364,8
2014	509,6	728,9	61,7	16,0	214,4	436,8
2015	385,5	599,5	41,5	10,4	171,1	376,5

Таблица 4а

Внешнеэкономические позиции России, %¹⁴

Год	Международные резервы/Импорт	Внешний долг/ВВП	Год	Международные резервы/Импорт	Внешний долг/ВВП
2003	48	34	2009	173	37
2004	62	30	2010	135	31
2005	80	28	2011	115	28
2006	89	25	2012	109	26
2007	111	23	2013	110	31
2008	132	33	2014	116	58

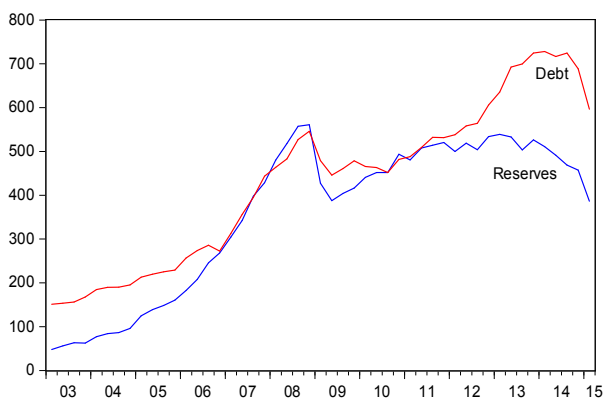


Рис. 2. Международные резервы и внешняя задолженность Российской Федерации, 2003–2015 гг. (сезонное сглаживание), млрд долл.¹⁵

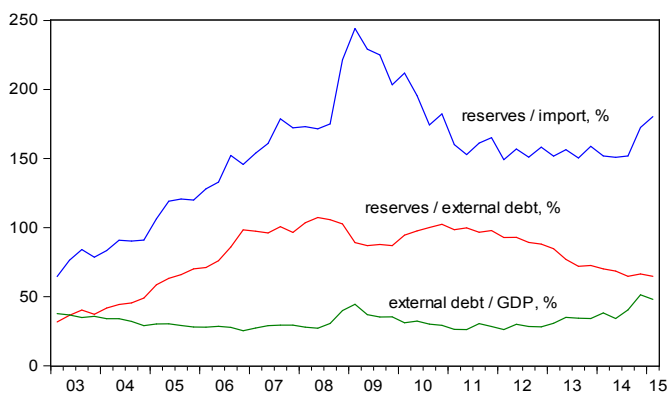


Рис. 3. Доля международных резервов в импорте и внешней задолженности, %; доля внешней задолженности в ВВП, 2003–2015 гг. (сезонное сглаживание), %¹⁶

Третьим важным достижением денежно-кредитной политики стало повышение монетизации экономики России. В 2000 г. отношение денежного агрегата М2 в национальном определении к ВВП составляло лишь 14 %; банковских кредитов

¹⁴ Источник: [2; 8].

¹⁵ Источник: [2]; расчеты авторов.

¹⁶ Там же.

к ВВП лишь 7 %¹⁷; потребительский кредит почти отсутствовал. В 2008 г. первые две цифры составили, соответственно, 32 и 29 % (табл. 5), а совокупный объем кредитов гражданам достиг почти 3 трлн руб.

Таблица 5

Монетизация экономики России в 2000–2014 гг.¹⁸

Год (IV кв.)	Денежная масса/Номинальный ВВП, %	Остаток задолженности организаций по банковским кредитам/Номинальный ВВП, %	Индекс реальных кассовых остатков	Индекс остатка задолженности организаций по банковским кредитам	Денежный мультипликатор
2000	14,1	6,7	1,000	1,000	
2001	16,5	9,1	1,218	1,434	1,738
2002	17,7	12,3	1,386	2,041	1,732
2003	22,0	14,6	1,859	2,613	1,679
2004	22,1	14,6	1,981	2,789	1,829
2005	24,3	15,4	2,350	3,168	2,075
2006	30,1	17,6	3,171	3,930	2,182
2007	33,9	21,8	3,898	5,315	2,407
2008	31,8	29,2	3,610	7,052	2,419
2009	36,3	30,2	4,015	7,082	2,427
2010	37,8	26,5	4,389	6,531	2,443
2011	38,5	27,2	4,707	7,066	2,832
2012	39,5	29,4	4,933	7,784	2,781
2013	42,2	31,2	5,373	8,413	2,990
2014	43,2	36,5	5,360	9,607	2,834

Таким образом, покупка валюты у компаний позволила Банку России насытить экономику деньгами, способствуя тем самым развитию банковской системы, восстановлению платежной дисциплины и, в конечном счете, экономическому росту.

Наглядно динамика монетизации российской экономики отражена на рис. 4 и 4а.

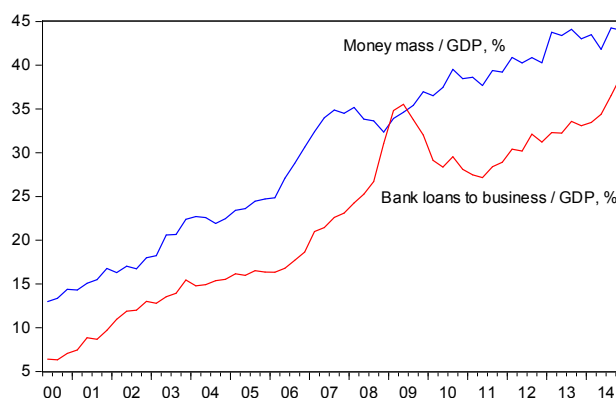


Рис. 4. Монетизация российской экономики: удельный вес денежной массы и кредитов бизнесу в ВВП, 2000–2014 гг. (сезонное сглаживание), %¹⁹

¹⁷ Здесь учитывались только кредиты организациям за исключением межбанковских кредитов.

¹⁸ Источник: [2; 8]; расчеты авторов.

¹⁹ Там же.

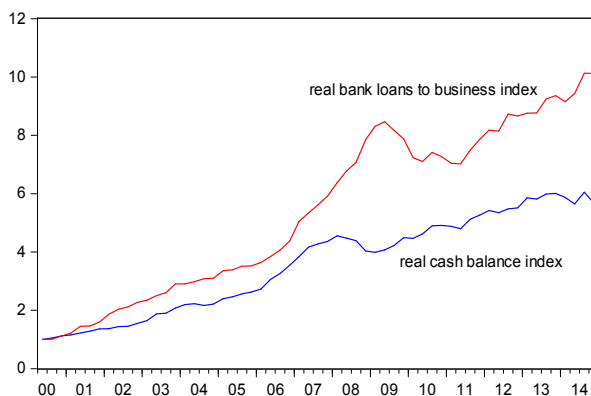


Рис. 4а. Монетизация российской экономики: реальные кассовые остатки и кредиты бизнесу в реальном исчислении, II квартал 2000 г. = 1 (сезонное сглаживание)²⁰

С 1999-го по 2008 год долларовая стоимость экспорта товаров выросла в 6,2 раза, в том числе нефти, газа и нефтепродуктов – в 10 раз (рис. 5).

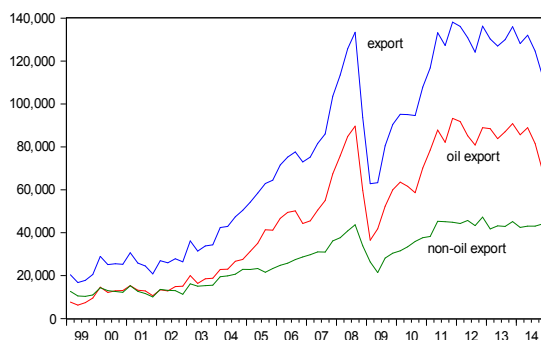


Рис. 5. Динамика экспорта (всего), экспорта нефти и ненефтяного экспорта, 1999–2014 гг. (сезонное сглаживание), млн долл.²¹

Одновременно инфляция, вызванная девальвацией рубля, снизила частный внутренний спрос с 72 % ВВП в 1998 г. до 62 % в 2000 г., что позволило улучшить торговый баланс (рис. 6)²².

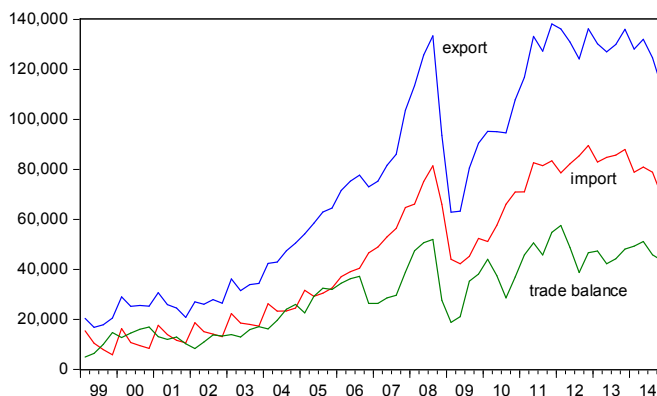


Рис. 6. Экспорт, импорт и сальдо торгового баланса, 1999–2014 гг. (сезонное сглаживание), млн долл.²³

²⁰ Источник: [2]; расчеты авторов.

²¹ Источник: [2; 8]; расчеты авторов.

²² Можно предположить, что вследствие высокой ценовой эластичности импорта условия Маршалла – Лернера для России выполнялись, вследствие чего девальвация рубля и улучшение «условий торговли» привели к росту положительного сальдо торгового баланса (соответствующая математическая формулировка этих условий приведена в: [17]).

²³ Источник: [2; 8]; расчеты авторов.

Для наглядности ниже приведена динамика индексов реального роста, долларовых и рублевых цен экспорта и импорта, а также реального курса доллара (рис. 7–9).

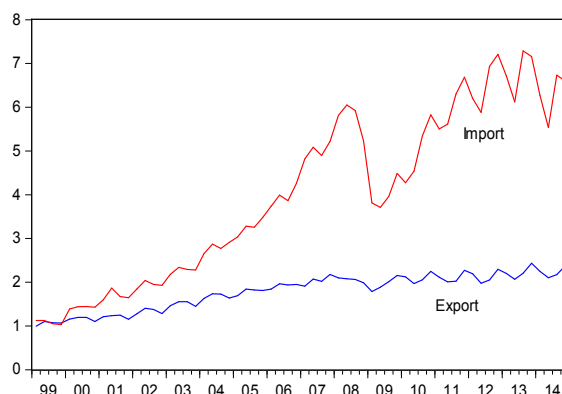


Рис. 7. Индексы реального роста экспорта и импорта, 1999–2014 гг. (сезонное сглаживание; I квартал 1999 г. = 1)²⁴

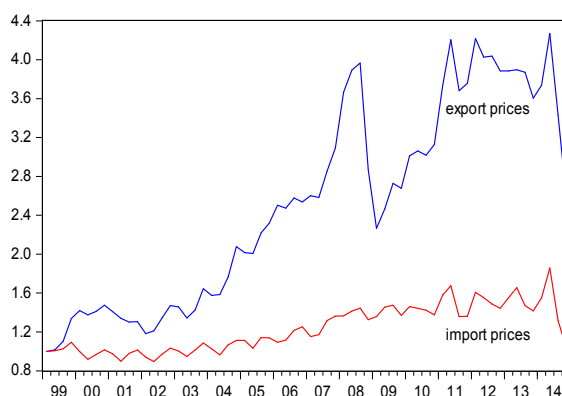


Рис. 8. Индексы долларовых цен экспорта и импорта, 1999–2014 гг. (сезонное сглаживание; I квартал 1999 г. = 1)²⁵

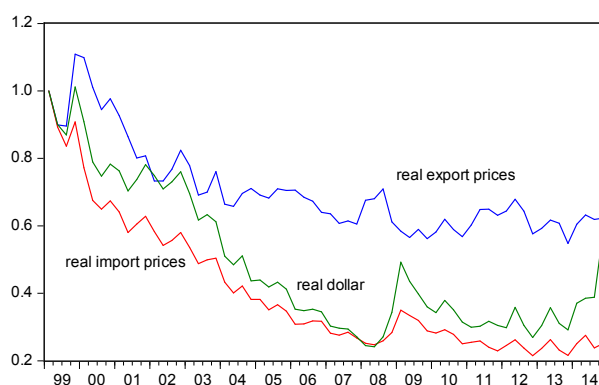


Рис. 9. Индексы реальных рублевых цен экспорта и импорта и реального курса доллара, 1999–2014 гг. (сезонное сглаживание; I квартал 1999 г. = 1)²⁶

Далее отметим, что накопленный за 1999–2008 гг. текущий счет составил 582 млрд долл., его величина по отношению к ВВП в этот период составила в среднем 10 %, что считается высоким по историческим меркам [14]²⁷.

²⁴ Источник: [2; 8]; расчеты авторов.

²⁵ Там же.

²⁶ Там же.

В итоге международные резервы выросли до 569 млрд долл. к III кварталу 2008 г. Такой уровень резервов был равен 240 % величины денежной базы, что не могло не сказаться в итоге на инфляции.

Монетизация экономики России позволила снизить ставки по кредитам организациям с 45 % в 1999-м до 11 % в 2008 г., что облегчалось бюджетным профицитом и низким государственным долгом. Такие болезненные явления, как неплатежи, задержки зарплаты и использование суррогатов были существенно уменьшены.

Спрос на деньги был столь высок (вследствие бедности и недостаточного развития кредита и фондового рынка, с одной стороны, и быстрого экономического роста – с другой), что реальные кассовые остатки выросли в 4 раза. Он усиливался объективно высоким спросом на импорт и ростом импортных цен (и резким снижением реальных кассовых остатков) вследствие девальвации рубля в 1998 г.

Рост денежного мультипликатора на 40 % может служить еще одним свидетельством укрепления банковской системы в этот период, хотя снижение скорости обращения денег с 9,0 в III квартале 1999 г. до 3,2 в III квартале 2008 г. свидетельствовало о том, что она не поспевала за ростом экономики²⁸.

Все эти изменения способствовали экономическому росту: ВВП России за период 1999–2008 гг. вырос в 1,8 раза, реальный объем банковских кредитов нефинансовым организациям – в 7 раз, реальные объемы валового накопления основного капитала – в 3 раза.

Наличие трудовых ресурсов и неиспользованных производственных мощностей определило высокую эластичность кривой совокупного предложения и дало сильный эффект мультипликатору открытой экономики, что в итоге также способствовало экономическому взлету.

Падение реальной зарплаты, вызванное высокой инфляцией, порожденной девальвацией рубля²⁹, повысило (в отличие от 1990-х гг.) прибыльность инвестиций в основной капитал по сравнению с прибыльностью инвестиций в иностранную валюту и ценные бумаги, что дало экономике еще один дополнительный толчок³⁰. Чистый предельный доход на основной капитал был равен примерно 10 % годовых в этот период, что на фоне отрицательных реальных процентных ставок также стимулировало инвестиции.

Можно подытожить, таким образом, что экономический подъем России в указанный период определялся в значительной степени следующими факторами:

а) благоприятным внешнеэкономическим шоком (резкое улучшение «условий торговли»);

б) высоким спросом на деньги;

в) наличием свободных резервов факторов производства.

И все же эти успехи несли в себе зародыши *будущих проблем*.

Во-первых, быстрое увеличение денежной массы (в 23,5 раза, или 42 % в год в течение 2000–2008 гг.) неизбежно влекло за собой высокую инфляцию.

²⁷ Сегодня первые десять лидеров имеют более высокое значение этой величины во главе с Китаем, у которого оно равно 40 % (МВФ). К сожалению, несмотря на это, чистый доход от иностранных инвестиций у России оставался отрицательным.

²⁸ Такой же эффект мы видим во время проведения политики количественного смягчения в США: скорость обращения денег снизилась с 2,2 в 1997-м до 1,5 в 2013 году; с 2008 года денежная масса увеличилась на 46 %, а ВВП только на 2,3 %. Это объяснимо, так как после начала бума люди стремятся погасить долги и делать сбережения (см.: [28]).

²⁹ По нашим расчетам, в 1999 году реальная зарплата одного работника была в среднем на 33 % ниже, чем в 1997-м; доля зарплаты в ВВП сократилась за этот период с 51 до 40 %.

³⁰ Данный факт может быть интерпретирован в качестве специфической версии эффекта Манделла – Тобиана (см.: [19; 20; 25; 7. Гл. 2; 23]). Отметим также, что этот эффект был усилен разумными изменениями в налогообложении.

Так, среднегодовой темп роста дефлятора ВВП составил 18,7 %, ИПЦ – 13,9 % в этот период³¹, несмотря на укрепление рубля и снижение реальных индексов цен «торгуемых» товаров (табл. 6 и 6а).

Вследствие высокой инфляции реальные ставки процента оставались отрицательными³².

Таблица 6

Индикаторы инфляции в России, среднегодовые темпы роста, %³³

Показатель/Период	2000–2008	2009–2011	2012–2014
Денежная масса	42,0 ³⁴	22,0	9,5
Денежная база	29,2 ³⁵	15,7 ³⁶	9,4 ³⁷
Дефлятор ВВП	18,7	10,5	6,4
Индекс потребительских цен	13,9	8,4	6,7
Дефлятор государственного потребления	27,3	11,4	10,2
Дефлятор валового накопления основного капитала	18,0	9,5	5,3
Дефлятор экспортных цен (рубли)	13,8	8,6	6,6
Дефлятор импортных цен (рубли)	3,4	8,2	8,5

Таблица 6а

Индексы – дефляторы основных макроэкономических показателей³⁸

Год	ВВП	Потребительские расходы домашних хозяйств	Государственное потребление	Валовое накопление основного капитала	Экспорт	Импорт	Условия торговли
1999	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2000	1,376	1,216	1,537	1,503	1,410	1,051	1,342
2001	1,603	1,455	2,066	1,870	1,387	1,092	1,271
2002	1,852	1,680	2,661	2,089	1,454	1,164	1,249
2003	2,107	1,885	3,166	2,300	1,576	1,182	1,333
2004	2,535	2,163	3,787	2,629	1,775	1,147	1,547
2005	3,024	2,433	4,711	2,913	2,163	1,211	1,786
2006	3,484	2,642	5,912	3,205	2,405	1,215	1,980
2007	3,965	2,856	7,071	3,711	2,499	1,220	2,049
2008	4,679	3,216	8,754	4,423	3,202	1,351	2,369
2009	4,772	3,563	9,656	4,795	2,817	1,695	1,662
2010	5,450	3,798	10,535	5,313	3,285	1,657	1,982
2011	6,317	4,095	12,104	5,812	4,100	1,712	2,395
2012	6,784	4,332	13,629	6,225	4,395	1,794	2,449
2013	7,137	4,614	15,033	6,524	4,333	1,873	2,313
2014	7,608	4,974	16,191	6,785	4,962	2,188	2,268

³¹ В настоящей работе индекс потребительских цен рассчитывается нами на основе данных [8] по статистике национальных счетов (URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/gu/statistics/accounts/#).

³² Сравнение долгосрочных тенденций однодневной процентной ставки МІАСR межбанковского рынка, инфляции, измеряемой как с помощью ИПЦ, так и с помощью дефлятора ВВП, и роста массы денег не поддерживает гипотезу Sidrauski (см.: [24]) о полном соответствии номинальных ставок и инфляции. Временной ряд, сгенерированный как разность между инфляцией и МІАСR, не отвергает гипотезу о единичном корне. Только с 2012 г. мы видим некоторое соответствие между инфляцией и номинальной ставкой. Такой результат может отражать как высокие риски в российской финансовой системе, так и трудности для участников финансовых рынков в прогнозировании денежно-кредитной политики до 2012 г. (об этом см. также: [13]).

³³ Источник: [2; 8]; расчеты авторов.

³⁴ С III квартала 2008 г. по III квартал 1999 г.

³⁵ 1 января 2009 к 1 января 2002.

³⁶ 1 января 2012 к 1 января 2009.

³⁷ 1 января 2015 к 1 января 2012.

³⁸ Источник: [8]; расчеты авторов.

Во-вторых, несмотря на быстрый рост денежной массы и инфляцию, рубль укреплялся в реальном отношении вследствие экономического роста, нормализации налоговой системы³⁹, благоприятных условий торговли⁴⁰ и неудовлетворенного спроса на деньги⁴¹, что вело к внушительному положительному значению текущего счета.

В результате с 1999-го по 2008 г. доллар потерял 75 % своей реальной стоимости на российском рынке.

Укрепление рубля и рост благосостояния, в свою очередь, привели к росту долларовой стоимости импорта товаров в 7,3 раза и прочих статей импорта в 6,5 раза. Одновременно это препятствовало нефтяному экспорту⁴².

В-третьих, укрепление рубля, совокупный экономический рост и существенный разрыв в процентных ставках⁴³ привели к увеличению зарубежного заимствования российскими компаниями и банками более чем в 10 раз в долларовом исчислении; величина этого долга достигла 30 % ВВП в 2008 г.

Отметим, что спрос на зарубежное заимствование усиливался высоким спросом на деньги и низкой монетизацией экономики России.

Кроме того, вплоть до 2006 г. Банк России снижал кредитование банков, возможно, с целью частично стерилизовать быстрый рост денежной массы (табл. 7), что также повышало спрос на зарубежные кредиты.

Таблица 7

Ресурсы банковской системы России в 2002–2014 гг.⁴⁴

Год (IV кв.)	Индекс роста активов	Активы банковской системы/ВВП, %	Рублевые депозиты домашних хозяйств/Активы банков. системы, %	Рублевые депозиты организаций/Активы банков. системы, %	Валютн. депозиты домаш. хозяйств/Активы банков. системы, %	Валютн. депозиты орг-ций/Активы банков. системы, %	Обязат-ва перед Банком России/Активы банков. системы, %	Обязат-ва перед нерезид-ми/Активы банков. системы, %	Капитал /Активы банков. системы
2002	1,000	31,4	15,2	2,1	9,4	4,3	6,0	11,6	14,0
2003	1,226	35,8	17,5	2,5	9,1	3,3	4,2	11,0	14,5
2004	1,188	32,6	20,1	3,1	7,9	3,7	2,9	12,1	13,8
2005	1,408	35,8	20,7	4,8	6,8	4,4	1,7	14,5	12,9
2006	1,773	41,5	21,9	7,4	4,9	3,2	0,1	18,0	12,1
2007	2,172	46,5	22,1	9,0	3,4	6,7	0,4	20,7	13,7
2008	2,666	57,9	20,6	14,0	3,4	7,0	1,3	20,8	12,8
2009	2,923	65,1	16,8	10,7	7,0	8,2	7,6	14,9	15,8
2010	2,821	59,9	22,1	10,0	5,9	7,4	2,4	13,4	14,4
2011	2,997	60,4	22,9	13,9	5,5	6,8	2,1	13,2	12,7
2012	3,347	66,2	23,2	12,3	5,3	7,2	5,9	12,7	12,3
2013	3,771	73,1	23,9	12,5	5,4	7,6	6,4	12,3	12,5
2014	4,337	86,2	21,7	11,6	5,3	9,3	9,2	11,9	11,9

В частности, наглядно динамика ресурсов банковской системы отражена на рис. 10а, 10б и 10с.

³⁹ То, что вслед за Neary P. (см.: [21]) можно назвать «фундаментальными факторами» («fundamentals»).

⁴⁰ В 2008 году долларовой индекс экспортных цен превышал его значение 1999 г. в 3,26 раза, тогда как аналогичный показатель импортных цен лишь на 35 % превышал уровень 1999 г.

⁴¹ Последнее объясняется т. н. «монетарным подходом к платежному балансу» (обзор см. в: [12]).

⁴² Индикатором реального укрепления валюты служит динамика соотношения цен «торгуемых» и «неторгуемых» товаров. За 2003–2008 гг. это соотношение, согласно нашим расчетам, выросло на 29 % в пользу первых.

⁴³ Этот разрыв не был устранен вследствие значительной премии за риск по российским активам; этого хорошо показано в Модели сбалансированного портфеля (Portfolio Balance Model; см.: Branson, 1983). Данная модель также позволяет объяснить разрыв между паритетом покупательной способности и реальным обменным курсом, характерным для России.

⁴⁴ Источник: [2]; расчеты авторов.

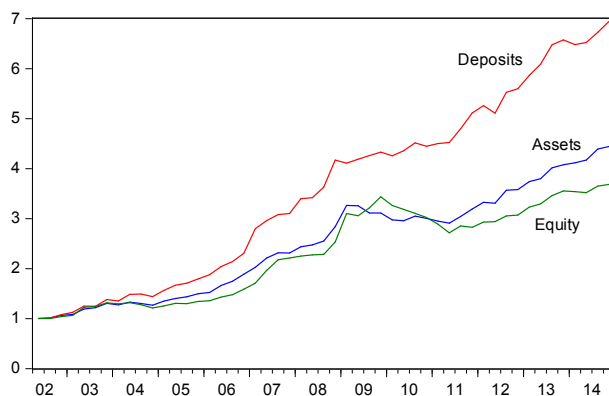


Рис. 10а. Ресурсы банковской системы: депозиты, активы, собственный капитал (индексы реального роста, II квартал 2002 г. = 1; сезонное сглаживание)⁴⁵

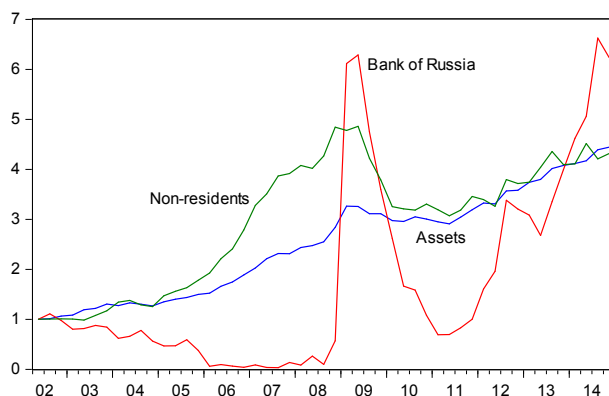


Рис. 10б. Ресурсы банковской системы: обязательства перед нерезидентами, перед Банком России; активы (индексы реального роста, II квартал 2002 г. = 1; сезонное сглаживание)⁴⁶

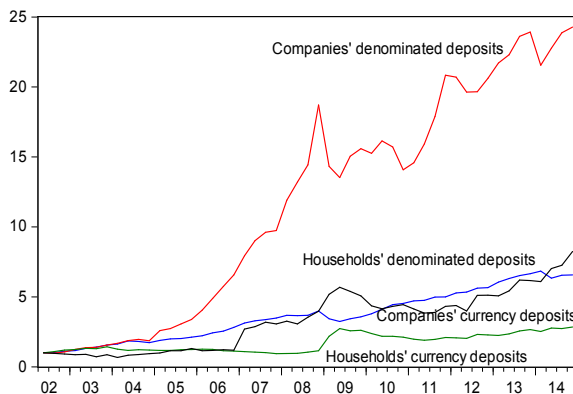


Рис. 10с. Индексы реального роста депозитов, II квартал 2002 г. = 1 (рублевые и валютные депозиты, домашние хозяйства и компании; сезонное сглаживание)⁴⁷

В-четвертых, отток капитала, даже в успешные 2005–2007 гг., составил 222 млрд долларов, что эквивалентно 7 % ВВП.

В-пятых, структура российского экспорта становилась все более и более односторонней: доля сырой нефти, природного газа и нефтепродуктов выросла с 41 % от общего объема экспорта в 1999-м до 67 % в 2008 г., отчасти вследствие укрепления рубля⁴⁸.

⁴⁵ Источник: [2]; расчеты авторов.

⁴⁶ Там же.

⁴⁷ Там же.

⁴⁸ Средняя долларовая цена сырой нефти, природного газа и нефтепродуктов с 1999-го по 2008 год выросла в 6,31, 6,40 и 7,06 раз соответственно, тогда как долларový индекс экспортных

Зависимость консолидированного бюджета от этих источников выросла с 15 % в 2000 г. до 31 % в 2008-м⁴⁹. Хотя за этот период добыча нефти выросла на 51 %, а природного газа – на 14 %, уязвимость российской экономики, вследствие такой зависимости, была очевидна уже тогда.

Денежная политика в 2008–2009 и ближайшие последующие годы

Успешное развитие экономики России было неожиданно прервано в конце 2008 г., когда мировая рецессия и 48%-ное падение экспортных цен привели к снижению ВВП на 8 % и девальвации рубля на 45 % (со II квартала 2008 г. по I квартал 2009 г.). Скачок рублевого индекса импортных цен на 30 % и внешнего долга с 23 % до 37 % ВВП вследствие ослабления рубля, отток капитала в сумме 133 млрд долл. (5 % ВВП) в 2008–2009 гг. – все это стало тяжелым ударом для экономики России⁵⁰.

Для преодоления кризиса на валютном рынке, за период с IV квартала 2008 г. по I квартал 2009 г. Банк России продал 155 млрд долл. и повысил ставку рефинансирования с целью уменьшить отток капитала⁵¹. Но эти меры привели к сокращению денежной массы на 16 % в I квартале 2009 г. по сравнению с III кварталом 2008 г., а также к ужесточению условий кредитования. Реальные ставки процента подскочили и впервые стали положительными, реальные остатки банковских кредитов организациям сократились на 16 % (в период со II квартала 2009-го по II квартал 2010 г.). Валовое накопление основного капитала упало на 15 % (в реальном исчислении в 2009 г.) (табл. 8 и 9; рис. 11, 12 и 13)⁵².

Реагирую на сложившиеся обстоятельства, Банк России несколько раз понижал резервные требования и существенно увеличил кредитование банков⁵³. Ставка рефинансирования была снижена до 11% в июле 2009 г., затем до 9 % в конце 2009-го и, наконец, до 8 % с мая 2010 г.⁵⁴

Таблица 8

Индексы основных макроэкономических индикаторов (по расходам)⁵⁵

Год	ВВП	Потребительские расходы домашних хозяйств	Государственное потребление	Валовое накопление основного капитала	Экспорт	Импорт
1999	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
2000	1,100	1,073	1,020	1,181	1,095	1,324
2001	1,156	1,175	1,012	1,301	1,141	1,572
2002	1,210	1,275	1,038	1,337	1,259	1,802
2003	1,298	1,373	1,063	1,523	1,418	2,114
2004	1,391	1,545	1,085	1,715	1,585	2,607
2005	1,480	1,733	1,100	1,897	1,688	3,040
2006	1,601	1,944	1,125	2,238	1,811	3,688
2007	1,737	2,222	1,155	2,708	1,925	4,654
2008	1,827	2,458	1,194	2,995	1,937	5,343
2009	1,684	2,333	1,187	2,564	1,846	3,719
2010	1,760	2,461	1,169	2,715	1,975	4,679

цен в целом вырос в 3,26 раза. Долларовое значение экспорта этих статей выросло за это время в 10 раз, тогда как всего объема экспорта – лишь в 6,2 раза.

⁴⁹ Источник: [3]; расчеты авторов.

⁵⁰ Источник: [2; 8]; расчеты авторов.

⁵¹ Ставка была повышена с 11 % на 11 ноября 2008 года до 13 % на 1 декабря 2008 года.

⁵² Источник: [2; 8]; расчеты авторов.

⁵³ Обязательства коммерческих банков перед Банком России выросли с 0,2 % их активов в III квартале 2008 года до 13,8 % в I квартале 2009 года.

⁵⁴ Источник: [2].

⁵⁵ Экспорт и импорт в постоянных рублевых ценах; источник: [8]; расчеты авторов.

2011	1,836	2,628	1,185	2,962	1,981	5,629
2012	1,898	2,833	1,216	3,157	2,003	6,119
2013	1,923	2,975	1,229	3,201	2,095	6,352
2014	1,935	3,032	1,235	3,121	2,053	5,920

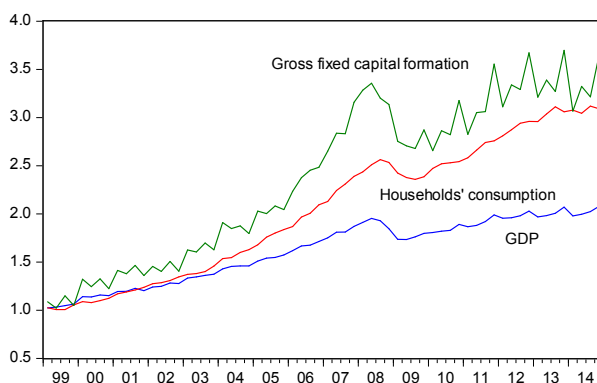


Рис. 11. Основные макроэкономические индикаторы: валовое накопление основного капитала, потребительские расходы домашних хозяйств и ВВП (индексы реального роста, 1999–2014 гг.; сезонное сглаживание; I квартал 1999 г. = 1)⁵⁶

Таблица 9

Среднегодовые ставки процента в России (1999; 2008–2015 гг.)⁵⁷

Год (I кв.)	Межбанковские ⁵⁸		По депозитам ⁵⁹		По ссудам ⁶⁰	
	Номинальные	Реальные	Номинальные	Реальные	Номинальные	Реальные
1999	23,0	-26,2	22,0 ⁶¹	-33,8	45,1	-13,0
2008	3,8	-13,4	7,0	-3,3	10,9	-7,5
2009	11,4	7,7	10,0	-2,8	16,6	12,8
2011	2,9	-11,1	5,3	-3,7	8,7	-6,1
2012	4,8	-3,9	6,6	2,5	9,0	-0,1
2013	6,7	0,6	8,3	1,1	10,2	3,9
2014	6,7	-1,5	7,5	0,7	10,0	1,6
2015 ⁶²	15,9	0,2	15,7	0,0	19,8	3,5

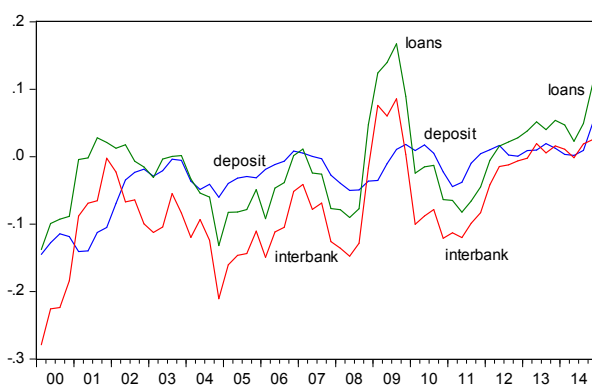


Рис. 12. Реальные процентные ставки по депозитам, кредитам бизнесу и межбанковским кредитам, 2000–2014 гг. (сезонное сглаживание)⁶³

⁵⁶ Источник: [2; 8]; расчеты авторов.

⁵⁷ Источник: [2]; расчеты авторов; для расчета реальных ставок по межбанковским кредитам и кредитам нефинансовым организациям использовались данные по инфляции на основе дефлятора ВВП; для расчета реальных ставок по депозитам данные по инфляции на основе индекса потребительских цен.

⁵⁸ Средняя месячная ставка МІАСР по однодневным межбанковским кредитам в рублях.

⁵⁹ Средневзвешенная ставка по рублевым депозитам физических лиц в кредитных организациях сроком до 1 года, кроме депозитов до востребования (за исключением 1999 года).

⁶⁰ Средневзвешенная ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациям сроком до 1 года.

⁶¹ Все депозиты, включая депозиты «до востребования».

⁶² Январь.

⁶³ Источник: [2]; расчеты авторов.

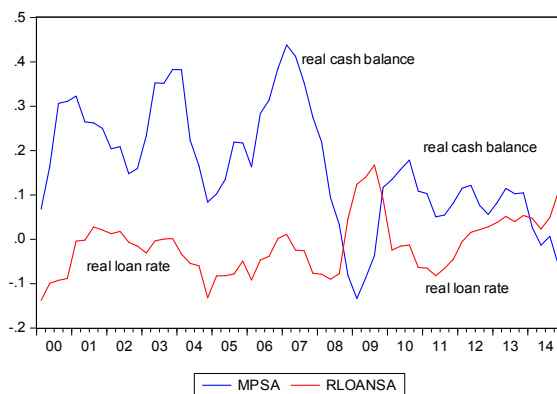


Рис. 13. Ежегодные изменения реальных кассовых остатков и реальных процентных ставок по кредитам, 2000–2014 гг. (сезонное сглаживание)⁶⁴

Благодаря этим энергичным мерам по обеспечению ликвидности, кризис на денежном рынке был преодолен. Банк России вернулся к прежней политике закупок валюты, и, как следствие, международные резервы вновь выросли с 384 млрд долл. на 1 апреля 2009 г. до 538 млрд долл. в начале 2013 г.⁶⁵

Денежная политика была усилена мерами фискальной политики, а именно снижением налога на прибыль, расширением льгот малому бизнесу и помощью целевым компаниям и банкам.

В результате этих мер финансовая система явно укрепилась: денежная масса вновь выросла на 80 % за период с IV квартала 2008-го по IV квартал 2011 г.; реальные кассовые остатки выросли на 30 %, а денежный мультипликатор на 17 %.

В 2010–2012 гг. среднегодовой рост ВВП составил 4,1 %, валовое накопление основного капитала увеличивалось в среднем на 7,2 % в год в реальном исчислении.

В то же время объем банковского кредитования восстанавливался медленно, и уровень задолженности нефинансовых организаций банкам по состоянию на III квартал 2009 г. в реальном исчислении был превзойден лишь в III квартале 2012 г. Ставки по межбанковским кредитам и удельный вес валютных депозитов в этот период был выше, чем до кризиса.

2012 год и новый этап денежно-кредитной политики

Опираясь на эти успехи, Банк России с 2012 г. начинает постепенно переходить к политике инфляционного таргетирования. Поскольку главной целью такой политики является снижение инфляции, подобный переход можно считать оправданным, так как за 2010–2011 гг. среднегодовой темп роста дефлятора ВВП составил 15,0 %, а индекса потребительских цен 7,2 %. Было признано необходимым снизить инфляцию до 5 %, а в дальнейшем – до 4 % в год⁶⁶.

Другими проблемами были:

а) продолжающийся отток капитала (147 млрд долл. за 2010–2011 гг.);

б) реальные ставки процента, которые необходимо было сделать положительными и более близкими к доходности инвестиций в основной капитал, с целью стимулировать накопления и, как следствие, кредиты и инвестиции.

В связи с этим были предприняты меры по осуществлению рестриктивной политики.

⁶⁴ Источник: [2]; расчеты авторов.

⁶⁵ Там же.

⁶⁶ Источник [9]. В этом документе было заявлено о «завершении перехода к таргетированию инфляции» в предстоящий трехлетний период. В предыдущих документах (см.: [10]) Банк России говорит о «подготовке к введению режима таргетирования инфляции».

Во-первых, нормы резервирования постепенно были повышены до 4,25 % по всем видам обязательств в марте 2013 г.

Во-вторых, политика покупок валюты сменилась их продажами⁶⁷.

В-третьих, с сентября 2013 г. была введена «ключевая ставка», в соответствии с которой стали выполняться основные операции Банка России⁶⁸.

В результате этих действий годовые темпы роста денежной массы снизились с 22 % в 2009–2011 гг. до 9 % в 2012–2014 гг. (табл. 6 и 6а выше), в то время как годовые темпы роста реальных кассовых остатков – с 9 до 6 %, соответственно. Что еще более важно, среднегодовой темп роста дефлятора ВВП снизился с 15,0 % в 2010–2011 годах до 6,4 % в 2012–2014 годах, а индекса потребительских цен с 7,2 % до 6,7 %, соответственно⁶⁹.

Другие макроэкономические результаты оказались столь же впечатляющими. Потребительские расходы домашних хозяйств увеличились на 15,3 % в реальном исчислении за 2012–2014 годы. Реальные ставки процента по депозитам стали положительными уже с 2012 года. Темпы роста банковских кредитов, предоставленных организациям, в реальном исчислении выросли с 0 % в год в 2010–2011 годах до 11 % в 2012–2014 годах; темпы роста банковских депозитов выросли с 9 до 19 % в год за эти периоды в реальном исчислении⁷⁰. Реальный обменный курс рубля оставался стабильным вплоть до первого полугодия 2014 г., а международные резервы выросли до 537 млрд долл. на 1 января 2013 года. Скорость обращения денег перестала падать и стабилизировалась на уровне 2,3, что явилось еще одним свидетельством укрепления банковской системы.

Все же, несмотря на все перечисленные выше достижения, денежную политику последних трех лет нельзя считать полностью успешной, так как с 2013 г. имеют место явные признаки *замедления экономики*. Так, темпы роста ВВП снизились с 4,1 % в среднем в 2010–2012 гг. до 1,3 % в 2013-м и 0,6 % в 2014 г. Темпы роста валового накопления основного капитала стали отрицательными в реальном исчислении (в 2014 г.; см. табл. 8а выше). Денежный мультипликатор почти не рос (табл. 5 выше).

Подобным тенденциям есть ряд объяснений.

Во-первых, снижение инфляции повысило реальную зарплату, но снизило реальные прибыли.

Во-вторых, условия торговли, благоприятные для России весь период, начиная с 2000 г. (за исключением 2009 г.), ухудшились в 2013-м и продолжали ухудшаться в 2014 г. (соответствующий индекс снизился с 2,449 в 2012 г. до 2,268 в 2014-м) (табл. 6 выше)⁷¹.

⁶⁷ Так, если с 2010 года по первую половину 2012-го чистые покупки Банка России составили 43,3 млрд долларов и 4,4 млрд евро, то со второй половины 2012-го по 2014 год включительно его чистые продажи были равны 104,6 млрд долларов и 7,8 млрд евро. Отметим, что в сложных условиях IV квартала 2014 года удалось осуществить лишь 39,9 млрд чистых продаж долларов и 1,8 млрд чистых продаж евро.

⁶⁸ Источник: [6].

⁶⁹ Такое различие между изменением темпов дефлятора ВВП и ИПЦ частично может быть объяснено тем, что среднегодовой темп роста рублевого индекса экспортных цен снизился в с 20,6 до 6,6 %, тогда как темп рублевого индекса импортных цен, напротив, вырос с 0,5 до 8,5 % в эти периоды. Ослабление рубля в IV квартале 2014 года сыграло в этом не последнюю роль, но уже к 2013 году заметно подорожали импортное мясо, сливочное масло, рыба, цитрусовые, обувь, трубы из черных металлов и легковые автомобили.

⁷⁰ На данные по депозитам частично повлияла переоценка валютных депозитов в 2014 году.

⁷¹ Одновременно соотношение цен «торгуемых» к «неторгуемым» товарам снизилось примерно на 5 % с 2008-го по 2014 год, согласно нашим расчетам.

В-третьих, из-за реального укрепления рубля и высокого внутреннего спроса⁷², импорт вырос на 71 % в реальном исчислении с 2009-го по 2013 г., тогда как экспорт вырос за это время лишь на 13 % в реальном исчислении, что привело к почти двукратному ухудшению текущего счета.

В-четвертых, отток капитала оставался высоким и составил 165 млрд долл. за 2013 – первое полугодие 2014 г. В результате, впервые с 1999 г. (за исключением 2006-го), в 2013 г. сальдо платежного баланса стало отрицательным.

В-пятых, зарубежное заимствование российских банков, начиная с 2009 г., было не столь интенсивным, как ранее: доля обязательств перед нерезидентами снизилась с 21 % совокупных банковских активов в 2008 г. до 12 % в 2013-м (см. табл. 7 выше).

В-шестых, инвестиции в основной капитал за счет средств государственного бюджета снизились в реальном исчислении на 27 % с 2008-го по 2013 г., а на частных инвестициях могло негативно сказаться падение рубля во второй половине 2014 г.

В-седьмых, чистый предельный доход на основной капитал в 2013 году оставался ниже, чем в 2006–2008 гг. вследствие низкой совокупной факторной производительности и сокращения численности рабочей силы, в то время как реальные процентные ставки выросли.

В-восьмых, уровень загрузки производственных мощностей был в данном периоде уже достаточно высок, что препятствовало дальнейшему росту экономики и снижению инфляции.

2014 год и начало больших шоков

Начиная со второго полугодия 2014 г., события приняли следующий оборот.

Во-первых, имело место неожиданное падение экспортных цен: в IV квартале 2014 г. их долларový индекс был на 43 % ниже его значения на второй квартал того же года⁷³. Падение экспортных цен продолжалось и в I квартале 2015 года.

Во-вторых, отток капитала подскочил до 146 млрд долл. (7 % ВВП), а дефицит платежного баланса – до 87 млрд долл. в 2014 году⁷⁴. В результате к I кварталу 2015 года рубль обесценился на 87 % по сравнению со средним уровнем 2013 г.⁷⁵ В декабре 2014 г. спреды по российским кредитным дефолтным свопам выросли до 578 базисных пунктов по сравнению с 159 годом ранее [27]⁷⁶.

В ответ Банк России предпринял массовую продажу валюты⁷⁷, в результате чего международные резервы сократились на 33 % (с 537 млрд долл. на 1 января 2013 г. до 360 млрд долл. на 1 марта 2015 г.). В декабре 2014 г. Банк России объявил о переходе к гибкому курсу рубля и об ограничении валютных интервенций⁷⁸.

Поскольку до этих событий российский нефинансовый сектор активно заимствовал за рубежом, объем совокупного внешнего долга России к началу 2014 г.

⁷² Внутренний частный спрос вырос с 62 % ВВП в 2000-м до 74 % в 2013 г., а совокупный внутренний спрос – с 78 % ВВП до 94 % ВВП. В соответствии с «поглочительной» теорией платежного баланса, это не могло не ухудшить текущий счет (см.: [11; 26]).

⁷³ Стоит заметить, что помимо падения цен на нефть, что широко обсуждалось, негативный эффект для российского экспорта имело и снижение цен на уголь, возможно из-за замедления его потребления в Китае, сжигающем почти половину мировых запасов угля (об этом см.: [27; 29]).

⁷⁴ Источник: [27]; сумма статей финансового счета и счета операций с капиталом, представленные в [2], дают цифру оттока капитала, равную 175,8 млрд долл.

⁷⁵ Еще одним возможным объяснением падения реального курса рубля в этот период может быть постепенная потеря российской добывающей промышленностью преимуществ в совокупной производительности факторов производства, что порождает «эффект Балашша» (см.: [5]).

⁷⁶ Кругман (см.: [18]) описал такой тип кризиса платежного баланса в своей известной статье.

⁷⁷ Банк России называет объем валютных интервенций 87,8 млрд долл. за 2014 год (см.: [1. С.13; 27]).

⁷⁸ Источник: [6; 1].

вырос до 728 млрд долл., что породило тяжелую проблему его выплаты в столь сложных обстоятельствах, сопровождающихся ослаблением рубля, сокращением международных резервов и снижением экспортных цен.

Отметим, что в 2003–2012 гг. отношение внешнего долга к ВВП было стабильным на уровне в среднем равном 30 %, несмотря на то что средняя выплата процентов по ним составила 17 %, что значительно превышало темпы роста ВВП. Данная стабильность была обеспечена высоким положительным сальдо текущего счета, в среднем составлявшим 25 % величины внешнего долга. Но затем это соотношение сократилось до 5 % в 2013-м и (предварительно) до 8 % в 2014 г.; упали и темпы роста ВВП. В итоге соотношение долга к ВВП подскочило до 58 %⁷⁹.

В попытке уменьшить бегство от рубля и сделать российские активы более привлекательными Банк России повысил ключевую ставку сразу до 17 % в декабре 2014 г. Отчасти вследствие этой меры, отчасти из-за международных санкций, номинальные процентные ставки также подскочили в два раза. Стремясь избежать резкого сокращения кредитов, Банк России стал обеспечивать коммерческие банки ликвидностью во все больших объемах (см. табл. 7 выше) и снизил ключевую ставку до 15 % в феврале, а затем до 14 % в марте 2015 года, а также ввел новые инструменты по обеспечению ликвидности. Были также приняты меры по докапитализации банков⁸⁰, а объем минимального страхования вкладов удвоен.

В результате объемы кредитов и депозитов не уменьшились, но инфляция под воздействием, не в последнюю очередь, падения рубля и ограничений на импорт подскочила до рекордного уровня в 16 % годовых⁸¹.

Несмотря на все эти потрясения, экономика России и ее финансовая система сохраняют признаки стабильности. Международные резервы по-прежнему велики после всех сокращений. Чистые требования российских банков к нерезидентам также велики и выросли с 1,8 трлн руб. на 1 января 2014-го до 5,2 трлн руб. на 1 февраля 2015 года. Кредиты нефинансовому сектору выросли за этот период с 35 до 45 трлн руб., а объем депозитов – с 30 до 38 трлн рублей; доходность банков, объем проблемных кредитов и достаточности капитала находятся на приемлемом уровне [27]. Новые правила инвестирования средств Фонда национального благосостояния, принятые в июне 2014 г., позволяют надеяться на рост государственных инвестиций в ближайшем будущем⁸².

Рубль укрепился с 68,93 за 1 доллар на конец января 2015 г. до 61,27 на конец февраля и до 57,65 на 1 апреля; к евро – с 78,11 до 68,69 и до 62,05, соответственно. Текущий счет, по оценке, за 2014 г. был лучше, чем за год 2013-й (рост с 1,3 % до 3 % ВВП), в основном за счет резкого сокращения импорта, торговый баланс также улучшился и составил более 185 млрд долл.⁸³ Корпоративный долг к декабрю 2014 г. сократился более чем на 100 млрд долл. по сравнению с годом ранее. Вследствие обесценения рубля дефицит федерального бюджета не снизился по сравнению с плановым значением и составил 0,5 % ВВП; дефицит консолидированного бюджета снизился по сравнению с уровнем 2013 г. и составил 1,2 % ВВП.

⁷⁹ Данная закономерность объясняется хорошо известным уравнением платежного баланса (см.: [14]).

⁸⁰ Сюда относятся выпуск ОФЗ в сумме на 1,4 % ВВП и разрешение тратить часть средств Фонда национального благосостояния на докапитализацию банков, принятое в декабре 2014 года (данные [27]). «Ведомости» сообщают о плане Министерства финансов выпустить ОФЗ на сумму в 2 трлн руб. пятью выпусками по 400 млрд руб. каждый (см.: [30; 31]).

⁸¹ Заметим: на фоне резкого замедления роста денежной массы (рост 2,2 % в 2014 году). Данные об инфляции за январь–февраль 2015 года ([8]; URL: http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d05/42.htm).

⁸² Об этом см.: [27; 32].

⁸³ Выполнение условия Маршалла – Лернера для современной России еще предстоит изучить.

Чистая международная инвестиционная позиция России была равна положительной величине в 336 млрд долл. на 1 января 2015 г. В марте – апреле 2015 г. имело место снижение темпов инфляции.

Все это свидетельствует о наличии запаса прочности в экономике России, и принятый 27 января 2015 г. Антикризисный план Правительства России (см.: [33]), будучи реализованным, позволит стабилизировать положение в экономике. Но глубокие структурные реформы, нацеленные на избежание подобных потрясений в будущем, давно назрели.

Литература

1. Доклад о денежно-кредитной политике : информационно-аналитический сборник / Банк России. – 2015. – Вып. № 1 (март). – URL: http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2015_01_ddcp.pdf
2. Банк России : официальный сайт. – URL: <http://www.cbr.ru>
3. Институт народно-хозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM : официальный сайт. – URL: <http://www.macroforecast.ru>
4. Международный валютный фонд : официальный сайт. – URL: <http://www.data.imf.org>
5. Мицек С. А., Мицек Е. Б. Структурные факторы роста экономики России // Вестник Гуманитарного университета. – 2015. – № 4 (11) – С. 10–36.
6. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов // Вестник Банка России. – 2014. – 1 декабря. – № 106 (1584).
7. Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост. – М. : ЛИБРОКОМ, 2010.
8. Федеральная служба государственной статистики (Росстат) : официальный сайт. – URL: <http://www.gks.ru>
9. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов / Центральный банк Российской Федерации. – URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2012\(2013-2014\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2012(2013-2014).pdf)
10. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов / Центральный банк Российской Федерации. – URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2011\(2012-2013\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2011(2012-2013).pdf)
11. Alexander S. S. A simplified synthesis of elasticities and absorption approaches // *American Economic Review*. – 1959. – Vol. 49. – P. 22–42.
12. Blejer M. I., Frenkel J. A. Monetary approach to the balance of payments // *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* / P. Newman e. a., eds. – London : MacMillan, 1992. – P. 724–727.
13. Boschen J. F. Real interest rates // *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* / P. Newman e. a., eds. – London : MacMillan, 1992. – P. 305–307.
14. Cumby R., Levich R. Balance of payments // *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* / P. Newman e. a., eds. – London : MacMillan, 1992. – Vol. 3. – P. 113–119.
15. Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics // *Journal of Political Economy*. – 1976. – Vol. 84. – P. 1116–1176.
16. Frankel J. A. On the Mark: a theory of floating exchange rates based on real interest rates differentials // *American Economic Review*. – 1979. – Vol. 69. – P. 610–622.
17. Kemp M. C. Elasticities approach to the balance of payments // *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* / P. Newman e. a., eds. – London : MacMillan, 1992. – Vol. 1. – P. 744–745.
18. Krugman P. R. A model of balance-of-payment crises // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1979. – Vol. 11. – P. 311–325.
19. Mundell R. A. Inflation and real interest // *Journal of Political Economy*. – 1963. – Vol. 71. – June. – P. 280–283.
20. Mundell R. A. Growth, stability and inflationary finance // *Journal of Political Economy*. – 1965. – Vol. 73. – April. – P. 97–109.
21. Neary P. Determinants of the equilibrium exchange rate // *American Economic Review*. – 1988. – Vol. 78 (1). – March. – P. 210–215.

22. Niehans J. Overshooting // *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* / P. Newman e. a., eds. – London : MacMillan, 1992. – P. 110–112.
23. Parkin M. Inflation // *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* / P. Newman e. a., eds. – London : MacMillan, 1992. – Vol. 2. – P. 394–399.
24. Sirauski M. Rational choice and patterns of growth in a monetary economy // *American Economic Review*. – 1967. – Vol. 57. – P. 534–544.
25. Tobin J. Money and economic growth // *Econometrica*. – 1965. – Vol. 33(4). – October. – P. 671–684.
26. Vines D. Absorption approach to the balance of payments // *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* / P. Newman e. a., eds. – London : MacMillan, 1992. – Vol. 1. – P. 1–3.
27. Russian Economic Report № 33 : The Dawn of a New Economic Era? / The World Bank. – 2015. – URL: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/russia/rer33-eng.pdf>
28. Philips M. The good news about the slow-motion cash // *Business Week*. – 2014. – January 27 – February 2.
29. Larson Ch. China is loosing some of its appetite for coal // *Business Week*. – December 29, 2014 – January 11, 2015.
30. Минфин выпустит облигации федерального займа на 2 трлн рублей // *Ведомости*. – 2014. – 30 декабря. – URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/2014/12/30/minfin-vypustit-obligacii-federalnogo-zajma-na-2-trln-rublej>
31. О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации : федеральный закон от 26 декабря 2014 г. № 449-ФЗ. – URL: <http://www.garant.ru/hotlaw/federal/592244/>
32. Надолго ли хватит Фонда национального благосостояния? // *РБК*. – 2015. – 5 марта. – URL: <http://rbcdaily.ru/economy/562949994213617>
33. План первоочередных мероприятий по обеспечению устойчивого развития экономики и социальной стабильности в 2015 году : утв. Распоряжением Правительства Российской Федерации от 27 января 2015 г. № 98-р. – URL: <http://government.ru/media/files/7QoLbdOVNPe.pdf>