Ведев Алексей Леонидович. Методология прогнозирования социально-экономических и финансовых показателей на основе комплекса моделей институциональных балансов.: диссертация ... доктора Экономических наук: 08.00.10 / Ведев Алексей Леонидович;[Место защиты: ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»], 2018.- 338 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Основные методологические и организационные положения разработки баланса финансовых ресурсов 14**

1.1 Мировой опыт составления и применения баланса финансовых ресурсов 14

1.2 Методические подходы к составлению и анализу баланса финансовых ресурсов 52

Выводы по главе 1 57

**Глава 2. Методология построения балансов финансовых потоков, активов и пассивов институциональных агентов, а также финансовых инструментов 59**

2.1 Основные виды финансовых балансов экономики 61

2.2 Концептуальные подходы к построению финансовых балансов по секторам экономики 64

2.3 Балансы финансовых инструментов 107

2.4 Использование матриц институциональных счетов для исследований структуры ВВП 119

2.5 Суммирующая матрица финансовых потоков (балансер) 127

Выводы по главе 2 130

**Глава 3. Методологические подходы к разработке расчетной модели институциональных финансовых балансов экономики России RIFBAL1 133**

3.1 Базовые критерии формирования модели RIFBAL1 135

3.2. Формирование балансов институциональных секторов и финансовых инструментов модели RIFBAL1 и комплекс модельных решений для построения прогноза развития отдельных секторов экономики 146

Выводы по главе 3 157

**Глава 4. Структурный анализ финансовой сферы РФ на основе институциональных балансов159**

4.1 Основные характеристики динамики и структуры финансовой и банковской сферы России на различных этапах современного развития (1999-2012 гг.) 161

4.2 Воздействие рынка внутреннего долга на финансовый сектор России – исследование долгового кризиса на основе балансов финансовых инструментов 230

**Глава 5. Методология прогнозирования экономики РФ на основе расчетной модели институциональных финансовых балансов 278**

5.1 Принципы разработки сценариев средне- и долгосрочного развития финансовой сферы РФ 278

5.2 Оценка вариантов экономического роста в долгосрочной перспективе – стимулирование предложения и/или расширение спроса в рамках институциональных ограничений 292

5.3 Ретроспективный сценарный прогноз: сбалансированное развитие как альтернатива форсированному росту 311

Выводы по главе 5. 316

Заключение 321

Список использованных источников 327

* [Мировой опыт составления и применения баланса финансовых ресурсов](http://www.dslib.net/finansy/metodologija-prognozirovanija-socialno-jekonomicheskih-i-finansovyh-pokazatelej-na.html#7723181)
* [Балансы финансовых инструментов](http://www.dslib.net/finansy/metodologija-prognozirovanija-socialno-jekonomicheskih-i-finansovyh-pokazatelej-na.html#7723182)
* [Основные характеристики динамики и структуры финансовой и банковской сферы России на различных этапах современного развития (1999-2012 гг.)](http://www.dslib.net/finansy/metodologija-prognozirovanija-socialno-jekonomicheskih-i-finansovyh-pokazatelej-na.html#7723183)
* [Оценка вариантов экономического роста в долгосрочной перспективе – стимулирование предложения и/или расширение спроса в рамках институциональных ограничений](http://www.dslib.net/finansy/metodologija-prognozirovanija-socialno-jekonomicheskih-i-finansovyh-pokazatelej-na.html#7723184)

## Мировой опыт составления и применения баланса финансовых ресурсов

В условиях рыночной экономики наиболее эффективной формой макроэкономического финансового баланса выступают счета потоков капитала. Анализ потоков капитала предоставляет общую схему для изучения широкого круга вопросов, касающихся финансового сектора и его взаимодействия с реальной экономикой. Подобный подход нашел широкое применение в развитых странах в качестве одного из основных информационных инструментов при проведении общих эмпирических исследований, а также детального анализа финансовой политики. В развивающихся странах исследования на основе потоков капитала распространены несколько меньше, несмотря на его высокую значимость для рассмотрения процессов развития финансового сектора, эволюции финансовых институтов и рынков. Однако и здесь в последнее десятилетие наблюдается расширение исследований, в частности, проводимых по экономике развивающихся стран ведущими международными организациями – Всемирным банком и Международным валютным фондом.

Пионером в развитии анализа потоков капитала принято считать М. А. Коплэнда. В своей работе «A Study of The Moneyflows in the United States»10 («Изучение денежных потоков в Соединенных Штатах»), вышедшей в 1952 г., он показал, каким образом всеохватывающие счета «денежных потоков» могут быть составлены и использованы для анализа экономики США. Он постарался отразить все операции в экономике – включая товары, услуги, активы и обязательства, с выделением покупок и продаж по каждой категории. Изначально Коплэнд задумывал свою работу как альтернативу национальным счетам, методологические стандарты которых в тот период еще только начинали складываться. Однако впоследствии реализация счетов потоков капитала в официальной статистике – сначала в США, а с утверждением в 1968 г. СНС ООН и в мире в целом – пошла по пути развития счетов потоков капитала как составной части общей системы национальных счетов. Далее в СНС 1993 г. (СНС-93)11, а также современной версии – СНС 2008 г. (СНС 2008)12 – этот подход также нашел развитие.

Классической (основной) формой представления национальных счетов является последовательность счетов Т-образной формы. Вместе с тем начиная с версии 1993 г., в СНС приводится также и матричное представление счетов потоков капитала. Возможно, выбору такого расширенного подхода в СНС-93, в числе прочих, способствовал тот факт, что одним из наиболее энергичных сторонников включения счетов потоков капитала в СНС был Стивен Ян Кёнинг (Steven Jan Keuning), возглавлявший в 1990-е гг. исследовательский отдел национальных счетов Центрального бюро статистики Нидерландов и входивший в состав большой группы международных экспертов, готовивших текст новой редакции методологии национальных счетов, официально принятой в 1993 г. (СНС-93). Как представитель голландской экономической школы, обладающей замечательными традициями в области использования матричного подхода в экономическом анализе, С.Кёнинг фактически выступил автором13 ХХ-ой главы СНС-93, получившей название «Матрицы счетов для анализа социальных процессов» (МССП). Приведенное название, принятое в официальной русскоязычной терминологии СНС, является корректным прямым переводом английского термина – social accounting matrix (SAM). Вместе с тем возможно, оно звучит не совсем точно, ибо, по сути, МССП – матричное представление в целом системы национальных счетов, интегрированно отражающее все межсекторные потоки, включая финансовые. Матричный подход был также использован в Европейской системе счетов, принятой в 1995 г. (ЕСС-95)14, и нашел дальнейшее развитие в ЕСС 201015. При этом в ЕСС 2010 седлан важный шаг: в качестве официального методологического стандарта введен термин «финансовый счет от-кого-к-кому » (from-whomo-whom financial account). Этот термин, отражающий суть и основную задачу построения финансовых балансов для целей макроэкономического анализа, ранее использовался в исследовательских материалах. В исследовательской англоязычной литературе употребляется также сокращенный вариант «кто кому» – “whom to whom” или “w2w”. Как подчеркивается в ЕСС 2010, финансовый счет «от-кого-к-кому» является трехмерным представлением финансовых операций, в котором показываются как обе стороны финансовой операции, так и природа финансового инструмента, по которому проводится операция (п.5.52).

Современные счета потоков капитала показывают чистые операции по финансовым инструментам между секторами экономики. В качестве одной из форм их представления можно привести матрицу, в которой каждая строка соответствует активу, а каждая колонка – сектору. Каждая клетка на пересечении i-ой строки и j-го столбца показывает чистую покупку (+) или продажу (-) актива i сектором j за определенный период времени (обычно квартал или год). В этом случае сумма по строке равняется нулю, поскольку объем чистых покупок конкретного актива равен объему его чистых продаж, а сумма по каждому j-ому столбцу показывает прибыль или дефицит j-го сектора – его чистое приобретение финансовых активов. Чистое приобретение финансовых активов может быть рассчитано как сумма операций по активам и обязательствам для каждого сектора, а также со стороны доходов – как разница между валовыми инвестициями (плюс чистые капитальные трансферты) и валовым сбережением. Таким образом обеспечивается связь счетами потоков капитала и счетами национального дохода. Потоки капитала также увязаны с запасами активов и обязательств в экономике посредством того обстоятельства, что изменение запасов каждого актива за определенный период времени равно сумме чистых операций по этому активу (т.е. потоку капитала) и холдинговой прибыли или убытку на этот актив.

Разнородность информационной базы, отражающая различные аспекты экономических процессов, обусловливает наличие альтернативных способов оценки показателей матрицы потоков капитала, и, в общем случае, оценки чистого приобретения финансовых активов на основе доходов и расходов не совпадают с получаемыми на основе данных о потоках капитала. Возникающее статистическое расхождение может быть существенным, и это служит основанием для периодических пересмотров официальной статистики, нацеленных на устранение расхождений и получение более сбалансированных сводных показателей с помощью построения оценок на основе дополнительных данных. Исследования устойчивости сберегательного поведения чаще используют цифры, рассчитанные на основе данных о доходах и расходах, опираясь на небесспорное предположение о том, что эти данные более надежны, чем данных потоков капитала. На самом деле, подавляющая часть данных о потоках капитала обычно основана на статистических отчетах финансовых организаций и центрального правительства и за редким исключением обладает качеством данных сплошной переписи, тогда как данные национальных счетов (кроме относящихся к центральному правительству) в значительной степени включают менее надежные данные выборочных обследований16. Подобные вопросы возникают и при сопоставлении потоков капитала и запасов активов: изменения запасов активов и обязательств, рассчитанные на основе данных из одного источника, редко в точности совпадают с суммой капитальной холдинговой прибыли или убытка и потоков капитала, рассчитанных на основании другого источника. При согласовании этих цифр могут использоваться три независимых источника данных – о запасах активов, ценах на активы и потоках капитала. Дополнительную сложность для согласования составляет тот факт, что в течение периода между возникновением данных о запасах операции с запасами могут производиться по разным ценам.

Один из подходов к решению проблемы согласованности итогов предлагает объединение информации из разных источников. В свое время Стоун, Чэмпернаун и Мид предложили использовать регрессию по методу наименьших квадратов для согласования дохода, расходов, и выходных оценок национального дохода17. На протяжении многих лет официальная статистика старалась избегать применения таких досчетов, предпочитая давать пользователям цифры, включающие расхождение, и предоставлять возможность делать при желании свои собственные досчеты. Одну из проблем досчета по методу наименьших квадратов составляет его потенциально исключительно высокая трудоемкость, поскольку процедура теоретически может включать досчет каждого числа в национальных счетах, для каждого периода времени и при каждом пересмотре рядов. Однако, качественное увеличение вычислительных мощностей и одновременно возникновение значительного числа необъяснимых расхождений в данных национальных счетов Великобритании в 1980-х гг. возродили интерес к досчетам на основе метода наименьших квадратов18. Теперь Управление национальной статистики Великобритании обязано производить годовые национальные счета и согласованные с ними данные потоков капитала. Такие счета строятся начиная с 1992 г. на основе процедуры Стоуна-Чэмпернауна-Мида, модифицированной Бакстером в 1992 г. Комбинированная (или интегрированная) балансовая таблица вместе с данными потоков создает еще более сложные проблемы, чем каждый вид данных в отдельности, и они не могут быть решены никакой линейной процедурой досчетов наподобие метода наименьших квадратов. Разработка соответствующих процедур остается важным вопросом развития методологии.

На развитие счетов потоков капитала в конце ХХ – начале ХХ1 века особенное влияние оказали два фундаментальных фактора: глобализация мировой экономики и мировые финансовые кризисы.

Важным шагом расширения подхода к анализу финансовой сбалансированности экономического развития в условиях глобализации, опирающегося на методологию счетов потоков капитала, является разработка Европейским центральным банком матрицы счетов для зоны евро, МСЗЕ (euro area accounting matrix, EAAM)19. Как подчеркивают представители ЕЦБ, для центральных банков большой интерес представляет понимание того, какое влияние на цены и объем производства товаров и услуг в экономике оказывает применение тех или иных инструментов денежной политики, т.е. понимания действия «передаточного денежного механизма, ПДМ» (“Monetary Transmission Mechanism, MTM”). Любые подходы к такому анализу требуют наличия достаточной информации, как минимум, по трем важнейшим вопросам:

- во-первых, как население и предприятия формируют свой портфель активов или коэффициент капитализации в ответ на изменения в денежной политике;

- во-вторых, насколько чувствительны различные сектора экономики по отношению к изменениям в денежной политике;

- в-третьих, как можно проверить эффективность различных альтернативных подходов к трактовке ПДМ.

Именно применение матриц финансовых потоков типа «от-кого-к-кому» существенно способствует результативному анализу взаимосвязей в экономике и различных каналов реализации денежной политики. Разрабатываемая специалистами ЕЦБ матрица счетов для зоны евро строится по схеме матрицы счетов для анализа социальных процессов, подробно описанной в СНС-93 (и ЕСС-95).

## Балансы финансовых инструментов

Принципиально важным моментом в разработке прогноза развития российских финансовых рынков выступает оценка располагаемых экономикой финансовых ресурсов для инвестирования в различные финансовые инструменты. Данный объем в каждом исследуемом году (если в качестве шага моделирования избран календарный год) определяет потенциальный совокупный конечный спрос на весь спектр финансовых инструментов.

Принципиальным показателем, определяющим объем располагаемых финансовых ресурсов в национальной экономике, выступает валовой располагаемый доход (или gross disposable income или GDI), который рассчитывается как произведенный ВВП и сальдо инвестиционных доходов, оплаты труда и текущих трансфертов с внешним миром. Данный показатель аккумулирует ресурсы национальной экономики, которые могут быть потрачены на конечное потребление и сбережения. Валовой располагаемый доход за вычетом конечного потребления формирует валовое сбережение национальной экономики, которое совместно с объемом привлеченных средств от внешнего мира составляет объем ресурсов, потенциально предназначенных для инвестирования в финансовые инструменты.

Как видно из таблицы 27, ресурсы для инвестирования в финансовые инструменты формируются национальной экономикой и привлечением внешних инвестиций. Внешние ресурсы были значительны в предкризисные годы, равно как и внутренние сбережения. После кризиса совокупный объем ресурсов для инвестирования сократился на 20 процентных пункта ВВП (2007 по отношению к 2010 г.), что, со всей очевидностью, объясняет текущее состояние как банковской системы, так и национальных финансовых рынков. В конечном итоге именно снижение объема располагаемых ресурсов в национальной экономике для инвестирования в финансовые инструменты и определило стратегическое ухудшение состояния российских финансовых рынков.

Внутренние ресурсы формируются в виде сбережений экономических агентов. Прирост совокупных ресурсов определяется сбережениями населения (около 15% от располагаемых доходов населения50), нефинансовых предприятий (в виде прибыли), банковской системы (прирост собственных средств, а также ресурсами, привлеченными от бюджета и ЦБ РФ). В случае профицита государственного бюджета прирост внутренних ресурсов определяется средствами, размещенными в банковской системе, в случае их размещения за рубежом в различных Фондах, а также на счетах ЦБ РФ – в качестве вычета из располагаемых ресурсов.

Располагаемые сбережения в экономике (внутренние и внешние) могут направляться на финансовые рынки через небанковские организации – посредников и опосредовано через банковскую систему. Небанковские организации представлены институтами коллективного инвестирования, пенсионными институтами, а также финансовыми посредниками – профессиональными участниками рынка ценных бумаг (брокеры, дилеры, управляющие ценными бумагами), управляющими и страховыми компаниями. В случае с банковской системой предполагается размещение сбережений на банковские депозиты. Банковская система размещает часть активов на финансовых рынках в виде вложений в ценные бумаги и участия в капитале. За последнее десятилетия банковские вложения в ценные бумаги и участие в капитале составляло 11-21% от совокупных банковских активов.

Конкуренция между финансовыми инструментами

Располагаемые сбережения в экономике распределяются между различными финансовыми инструментами. Решения о распределении зависят от многочисленных факторов – макропоказателей, параметров состояния финансовой сферы, рисков, ожиданий и прочих. При этом отметим, что интенсивное развитие одного из инструментов оказывает депрессивное воздействие на другие. Например, рост инфляционных и девальвационных инструментов увеличивает спрос на инструменты, номинированные в иностранной валюте (включая и наличную иностранную валюту), при этом рост объема покупок наличной иностранной валюты, а также ценных бумаг нерезидентов формирует валовой отток капитала из России, что снижает объем финансовых ресурсов в национальной экономике51.

Далее, с точки зрения банковских инвестиций кредиты вступают в противоречие с вложениями в ценные бумаги. Кредиты (даже при идентичной доходности) являются более привлекательным для банков, ориентированных на предоставление комплексных банковских услуг, инструментом, нежили облигации. В пользу облигаций выступает их ликвидность, в пользу кредитов – косвенные преимущества (открытие расчетных счетов в банке и сохранение на них части кредита, обслуживание сотрудников кредитуемого предприятия и прочее). Интенсивный рост кредитования в 2006-2008 гг. обусловил резкое снижение доли ценных бумаг в банковских активах. Вместе с тем для ряда банков, особенно мелких, покупка облигаций по сравнению с выдачей кредита, более выгодна вследствие сокращения расходов на анализ финансового положения заемщика и иных сопутствующих затрат. Это порождает отказ ряда банков от выполнения традиционно банковских функций и приближение их деятельности к инвестиционной (деятельности инвестиционных фондов).

Активное участие коммерческих банков на рынке корпоративных облигаций, кроме обеспечения существенной доли инвестиционного спроса, несет также ряд дополнительных рисков. Инвестиции банков в корпоративные облигации ведут к распространению облигационных рисков на банковский сектор, и, напротив, транслирует риски, возникшие в рамках банковского сектора, на небанковские сектора финансового рынка. Кроме того, коммерческие банки активно выполняют функции организаторов облигационных займов (лид-менеджеров, консорциумов, андеррайтеров). Преобладание в числе лидеров инвестиционно-банковского бизнеса, осуществляемого на облигационном рынке, коммерческих банков формирует дополнительный канал трансляции риска через рынок корпоративных облигаций. Наряду с проблемой трансляции рисков возникает проблема концентрации рисков в случае совмещения функций кредитования определенного заемщика с функциями организатора размещения облигаций того же заемщика52.

Существует и конкуренция между долговыми ценными бумагами. Федеральные облигации обладают меньшими рисками и большей ликвидностью. В предкризисные годы государственный бюджет сводился с профицитом, что обусловило стагнацию рынка федеральных облигаций и фактически «открыло окно» для развития сегмента корпоративных облигаций. Однако в текущем десятилетии планируется достаточно масштабное развитие рынка внутреннего федерального долга, что резко ограничит ресурсы для развития корпоративных облигаций. Конкуренция между финансовыми инструментами за ресурсы выступает принципиально важным фактором, определяющим параметры прогноза до 2020 г.

Следует указать на наличие как позитивных, так и негативных последствий интенсивного развития рынка внутреннего федерального долга. К позитивным последствиям, как на уровне всего финансового рынка, так и на уровне всего народного хозяйства, следует отнести появление устойчивых значений ставок процента по всей временной структуре выпускаемых государственных облигаций, являющихся основой для формирования полной структуры процентных ставок в экономике. Для государственного сектора экономики в целом позитивным моментом является и собственно приток средств в сектор. Основным негативным последствием для народного хозяйства в целом и для сектора корпораций в частности является появление так называемого эффекта вытеснения.

Увеличение, особенно резкое, предложения государственных ценных бумаг часто приводит к реализации эффекта вытеснения («crowding-out effect»), заключающегося в перераспределении объемов привлечения инвестиций в пользу государственных ценных бумаг за счет сокращения доли корпоративных ценных бумаг. Данный эффект угнетающе действует на развитие рынков корпоративных ценных бумаг и крайне негативно сказывается на возможности предприятий реального сектора привлекать инвестиции на рынке корпоративных облигаций и на кредитном рынке. Для предотвращения негативных эффектов от расширения выпуска государственных ценных бумаг (как снижения риска последующего обвала данного сегмента финансового рынка, так и сохранения существующих возможностей привлечения инвестиций предприятиями реального сектора) требуется разработка эффективных механизмов, нивелирующих негативные последствия процесса увеличения объема государственных ценных бумаг в обращении.

## Основные характеристики динамики и структуры финансовой и банковской сферы России на различных этапах современного развития (1999-2012 гг.)

Развитие российской финансовой сферы и, в частности, банковской системы, разделяется на несколько этапов. Каждый из этапов характеризуется различными внешними параметрами и непосредственно реализуемыми стратегиями – денежной политикой, политикой в области привлечения средств, развитием финансовых рынков. На каждом этапе менялась структура институциональных финансовых потоков. Изменения этой структуры отчасти определялись внешними условиями и используемой моделью экономического роста, отчасти непосредственно определяли модель роста и содействовали ее реализации.

В период после кризиса 1998 г. (с 1999 по 2008 гг.) российская экономика развивалась на основе нескольких типов моделей роста. Непосредственно после системного финансового кризиса российские производители получили существенное преимущество благодаря четырехкратной девальвации рубля, что стимулировало интенсивный процесс импортозамещения. Далее, экономический рост был поддержан устойчивым трендом роста мировых цен на сырьевые товары, что обеспечило рост доходов национальных корпораций, а в последствие, и федерального бюджета. Наконец, в последние годы экономический рост обеспечивался интенсивным расширением внутреннего спроса (потребительского и инвестиционного) – в силу как сохранения на высоком уровне мировых цен на сырье, так и масштабным притоком иностранного капитала в Россию.

Анализ этапов развития российской экономики и ее финансовой сферы представлен ниже не только и не столько в контексте описания истории развития. Каждый из выделенных этапов представляет модель экономического развития (хотя далеко не их полный набор).

Очевидно, что важнейшим выступает вопрос о выборе модели развития экономики России в текущем десятилетии. Наиболее рациональным был бы выбор модели, сочетающий преимущества быстрого роста одновременно с обеспечением (достижением и сохранением) его стабильности и устойчивости к внешним воздействиям. Экономический рост в идеальном случае должен сопровождаться не структурными диспропорциями, а напротив, улучшением структуры институциональных финансовых потоков, предполагающей способность национальной финансовой сферы содействовать поступательному развитию и противодействовать внешним шокам72.

Сопоставление темпов роста номинального ВВП и совокупных активов позволяют соотносить развитие банковского сектора и экономики в целом. На приведенном графике хорошо видно, что в развитии российской экономики после 1998 г. до настоящего момента можно выделить пять этапов:

1999-2000 гг. – первичное восстановление непосредственно после системного кризиса 1998 г.;

2001-2005 гг. – период сбалансированного развития;

2006-2008 гг. – период форсированного роста (и наступления нового кризиса);

2008-2009 гг. – острая фаза финансового кризиса;

2010-2012 гг. – период восстановительного роста.

Этап восстановления финансовой сферы (1999-2000 гг.) – выход на траекторию роста

В качестве составляющей системного финансового кризиса в России в 1998 г. выступал банковский кризис. Отметим, что в результате дефолта по государственным ценным бумагам, резкой девальвации рубля и оттока средств физических лиц с депозитных счетов резко снизились активы банковской системы. Если на начало 1998 г. активы составляли 36% ВВП, то на начало 1999 г. – лишь 30%. Соответственно, изменилась и структура пассивов банковской системы. Доля депозитов населения снизилась с 28,0 до 22,7%, доля остатков и депозитов предприятий, напротив, увеличилась с 18 до 26%. Также возросла доля внешних ресурсов в совокупных пассивах (с 14 до 21%) несмотря на то, что внешние привлеченные банковской системой средства за 1998 г. снизились с 16 до 9 млрд. долл. Доля правительства и Банка России в привлеченных средствах осталась на незначительном уровне. Естественно, что доля собственных средств банков резко снизилась – с 30,7 до 22,5% совокупных пассивов.

Таким образом, непосредственно после кризиса существенно возросла роль внешнего финансирования и средств реального сектора. С учетом того, что мировые рынки капитала оказались полностью закрытыми для российских кредитных организаций (приток иностранного капитала стал восстанавливаться лишь в 2001 г.) ключевую роль в восстановлении российской банковской системы играли предприятия. Депозиты предприятий росли существенно быстрее кредитов в 1999 г. (78 против 51%) и были практически сопоставимы в 2000 г. (61 и 71% соответственно). В результате к началу 2001 г. доля средств предприятий достигла исторического максимума, составив 32% от совокупных пассивов73.

В структуре активов резко снизилась доля ценных бумаг, что вполне естественно в условиях дефолта по государственным и ряду частных облигаций. Финансовая нестабильность и резкая девальвация рубля обусловили рост вложений в иностранные активы (увеличение с 8,9 в 1998 г. до 21,2% в 2000 г.). Однако доля кредитов предприятиям осталась фактически неизменной (35% активов) одновременно с ростом кредитов в иностранной валюте.

Умеренная креёдитная активность одновременно с практически полным параличом финансовых рынков обусловила сохранение избытка банковских ресурсов, которые стерилизовывались оттоком внешнего капитала из банковской системы и ростом банковских депозитов на счетах в Банке России.

Основной вывод из оценки развития экономики и финансовой сферы России непосредственно после системного финансового кризиса состоит в том, что экономический рост и восстановление банковской сферы было обеспечено реальным сектором (предприятиями). Предприятия сократили размер чистой задолженности банковской системе, что способствовало восстановлению кредитных организаций, а также перераспределению финансовых ресурсов между секторами экономики. Системный финансовый кризис фактически отстранил государство (по причине отсутствия ресурсов) и население (по причине возросших рисков и недоверия к национальной банковской системе) от участия в данном процессе. Внешний мир лишь усиливал кризис, обеспечивая отток капитала за рубеж.

На начало 2001 г. банковские кредиты предприятиям составляли 10.6% ВВП (26,5% ВВП на начало 2008 г.). Кредиты населению составляли около 2% активов (16,7% активов на начало 2008 г.), а 27% банковских активов было размещено в государственных ценных бумагах и на счетах Банка России. К началу поступательного развития в банковской системе существовал избыток финансовых ресурсов и недостаток направлений для их инвестирования.

Этап сбалансированного развития (2001-2005 гг.)

После снижения темпов роста в 2001-2002 гг., связанных с исчерпанием ресурса девальвации и импортозамещения, экономика России вступила в новый этап экономического роста. Основным фактором ускорения экономического развития выступил рост цен на нефть и прочие сырьевые товары на мировом рынке, поддержанный увеличением объемов экспорта сырой нефти.

## Оценка вариантов экономического роста в долгосрочной перспективе – стимулирование предложения и/или расширение спроса в рамках институциональных ограничений

В 2000-е гг. российская экономика демонстрировала заметные темпы роста. Рост экономики в сочетании с укреплением рубля и удорожанием товаров российского экспорта привели к значительному (до 2,4%) повышению удельного веса России в мировом ВВП. Величина ВВП увеличилась с 6,8 тыс. долларов на душу населения (по паритету покупательной способности) до 15,8 тыс. долларов. За десятилетие (1998-2008 гг.) рост реального ВВП составил 94%, инвестиции возросли более чем на 200%, реальные доходы населения на 137%. Банковские сбережения населения в рублях выросли за период 2000-2009 гг. в 21 раз, несмотря на отрицательные реальные процентные ставки.

Динамичный экономический рост 2000-х гг. определялся несколькими факторами. Во первых, российская экономика, преодолев последствия трансформационного спада 90-х гг., смогла максимально воспользоваться 4-кратной девальвацией рубля и значительным ресурсом свободных мощностей. Свободные (незадействованные) мощности, рост занятости и девальвация рубля, предоставив национальной экономике ценовое конкурентное преимущество, выступили основными факторами экономического роста в начале 2000-х годов.

Из графика видно, что реальный курс рубля к доллару США уже к началу 2005 г. достиг уровня 1998 г. Введение в обращение евро и расчетов бивалютной корзины не меняют картины. Дополнительно отметим, что девальвация рубля в конце 2008 – начале 2009 гг. сохранила индекс реального курса рубля на уровне, превышающем максимальные значения 90-х годов, тем самым не предоставив экономике каких-либо ощутимых ценовых преимуществ.

Во-вторых, экономическому росту содействовал возраставший приток средств от экспорта природных ресурсов, обусловленный устойчивым увеличением цен на нефть и другое сырье. Так случилось, что к моменту фактического исчерпания «запаса» девальвации рубля и ресурса свободных мощностей экономический рост был поддержан выходом сырьевых цен на устойчивый повышательный тренд. Расширение внутреннего спроса было столь значительным, что его хватало не только на потребление, но и на инвестиции – вплоть до 2009 г. реальный рост капитальных вложений не опускался ниже 10%. В области капитальных инвестиций наблюдался даже больший «перегрев», нежели на потребительском рынке – дефлятор по инвестициям превышал дефлятор частного потребления. В результате экономический рост, обусловленный резко улучшившейся внешней конъюнктурой, сопровождался «перегревом» потребительского и инвестиционного рынков и ростом цен.

В-третьих, экономический рост усиливался значительным притоком заемного внешнего капитала. Рост цен на сырье принципиально улучшил все ключевые макропоказатели России, которые определяют системные риски страны. К таким индикаторам относятся не только темпы роста реального уровня макропоказателей, но и состояние платежного баланса и внешней задолженности. В результате мировые рынки капитала открылись для российских корпораций и банков, которые воспользовались ситуацией повышения суверенных и частных международных кредитных рейтингов и привлекали значительные объемы внешних займов. Дополнительно, притоку внешнего капитала (правда, краткосрочного в виде портфельных инвестиций) способствовал устойчивый и длительный тренд роста курса рубля.

Однако нельзя утверждать, что лишь улучшение макроэкономических показателей, значительное по объему положительное сальдо торгового баланса открыли свободный доступ российских компаний и банков на мировой рынок капитала. Как видно из Графика 3 ниже, объем общего внешнего долга России (государственного и частного) практически в точности соответствовал объему международных резервов страны (золотовалютных резервов и Стабилизационного Фонда). При этом наибольшее соответствие этих показателей наблюдалось в периоды быстрого роста частного внешнего долга, что подтверждает гипотезу о страховании частного долга государственными резервами. Здесь следует помнить, что значительная часть частного внешнего долга (50-60%) состояла из долга компаний и банков с государственным участием. Иными словами, международные кредиторы фактически объединяли государственный и частный внешний долг, предполагая, что государственные международные резервы выступают ликвидным обеспечением.

Как показали события 2008-2009 гг., внешние кредиторы оказались правы. Российское правительство действительно предоставило значительное финансирование частному сектору, прежде всего банковскому. Однако спрос на иностранную валюту обеспечивался не только необходимостью обслуживать внешний частный долг, но и девальвацией рубля. В результате валютные резервы сократились в кризис сильнее, нежели внешний долг. Нефинансовый сектор реструктурировал внешний долг в 2008-2009 гг., тогда как банковский сектор погасил около 25% внешней задолженности. Таким образом, разность между международными резервами и внешним долгом в 2008-2009 гг. определялась внутренним спросом на иностранную валюту в период девальвации рубля.

Здесь необходимо отметить, что Россия выступила достаточно редким исключением в мировой экономической истории в качестве страны, ликвидировавшей государственный долг за счет улучшений условий торговли (а не списанием долгов и изменением бюджетной политики).

Государство пыталось стерилизовать масштабный приток внешних средств за счет создания Стабилизационного фонда (пополняемого за счет дополнительного налогообложения сырьевого экспорта). Однако снижение государственного внешнего долга и увеличение Стабилизационного фонда (размещаемого за рубежом) компенсировалась ростом задолженности банковского и нефинансового секторов.

В-четвертых, экономический рост поддерживался форсированным ростом кредитования нефинансового сектора. Банковский кредит, наряду с выручкой от сырьевого экспорта, содействовал расширению внутреннего спроса. Так, если в 2004-2005 гг. банковский кредит обеспечивал 20% прироста внутреннего спроса, то в 2007-2008 гг. уже 34%. Начиная с 2005 г. банковские кредиты нефинансовому сектору превысили сбережения предприятий и населения. Банковские кредиты нефинансовому сектору выросли за прошедшее десятилетие с 17 до 45% ВВП.

Как видно из Рисунка 85, темпы роста банковской системы в 2006-2008 гг. заметно превосходили рост номинального ВВП. Однако за этот период:

Чистая задолженность нефинансового сектора банковской системе достигала 20% совокупных активов;

Удвоился частный внешний долг (задолженность банковской системы выросла в 4 раза - с 50 до 198 млрд. долл.);

Состоялось три кризиса ликвидности в банковской системе;

Расширение спроса объективно привело к росту импорта и инфляции;

Доля вложений в ценные бумаги снизилась с 15 до 6% активов.

Перечисленные факторы определили формирование структурных проблем в финансовом секторе, которые существенно усилили кризисные воздействия на российскую экономику в 2008-2009 гг.

Перечисленные факторы определили особенности и качество экономического роста 2000-х годов. На фоне достаточно высоких темпов роста экономики – в среднем на 6,9% в год в 2000-2008 гг. – средние темпы роста промышленного производства составляли 5,7%, а рост реально располагаемых доходов в среднем составлял 10,8% в год, т.е. почти вдвое больше темпов роста промышленности. В результате, в 2005-2007 гг. внутренний спрос в реальном выражении рос почти вдвое быстрее внутренних поставок – 11,3% в год против 6,3%. Такое несоответствие вело к быстрому росту цен и расширению импорта, которые в значительной мере покрывали прирост внутреннего спроса. Рост спроса и укрепление рубля стимулировали приток краткосрочного капитала (в структуре иностранных инвестиций на долю ПИИ приходилось в среднем лишь 24%), раскручивавшего спираль «перегрева».

Фактически в прошедшее десятилетие в России сложилась модель экономического роста, основанная на расширении внутреннего спроса. Отметим, что данная модель является достаточно распространенной в мировой практике. Однако ключевым моментом выступает вопрос о ее эффективности – насколько подобный экономический рост стимулирует внутренний выпуск, устойчивость к внешним шокам, стимулирует или провоцирует финансовую нестабильность и прочее. Итоги прошедшего десятилетия показали, что в России данная модель роста была неустойчивой, стимулировала сохранение инфляции и рост импорта и была подвержена внешним шокам. Причины подобного положения кроятся в институциональных факторах, обуславливающих специфический отклик российских предприятий на расширение внутреннего спроса, что будет показано ниже.