

Горячие деньги

Новые риски бюджетной политики в 2010–2012 годах, а также возможность девальвации рубля оценивает директор Института финансовых рынков Финакадемии при Правительстве РФ профессор Яков Миркин.



Яков МИРКИН,
председатель
Совета директоров инвестиционной компании «Еврофинансы», заведующий отделом Института мировой экономики и международных отношений РАН, доктор экономических наук

— Влияние кризиса на доходы федерального бюджета будет достаточно продолжительным, — прогнозирует Минфин. Что можно сказать в этой связи о рисках бюджета?

— Проблема не в возникновении дефицита и не в его объеме (7–8% ВВП). Такие показатели при небольшом размере госдолга на начало кризиса лишь признаки болезни, еще не сама болезнь (хотя с учетом высокого корпоративного внешнего долга финансовое положение России может выглядеть хуже, чем полагается для инвестиционного кредитного рейтинга). Проблема — в новой рискованной модели бюджета: будущий резкий рост расходов, масштабное уменьшение доходов и очень высокая налоговая нагрузка.

В кризис можно ожидать сдерживания роста расходов бюджета. Вместо этого в 2009 году они вырастут примерно на 30% в сравнении с 2008-м при снижении его доходной части на те же 30% (см. «Основные направления бюджетной политики на 2010 год и плановый период 2011 и 2012 годов»). На 2010 год закладываются те же ножницы между расходами и доходами. Такой размах бюджетных обязательств, такое море разлитое бюджетных денег (при отсутствии федеральной программы общественных работ как средства выхода из кризиса) пугают. Неизвестно, какая часть бюджета относится к инвестициям (рост вложений в инфраструктуру — допинг для экономики), а какая — к текущему потреблению. Появление в крайне неустойчивой архитектуре российского финансового рынка бюджетного очага нестабильности открывает новые системные риски и повышает вероятность в будущем финансовых кризисов, всплеск инфляции, расшатывания денежно-кредитной сферы.



Другой риск федерального бюджета связан с источниками покрытия его дефицита. Самые главные из них на ближайшую перспективу — Резервный фонд (РФ) и Фонд национального благосостояния (ФНБ). Результатом направления средств фондов на покрытие дефицита станет обнуление Резервного фонда (в 2010 году) и сокрушительное снижение размера ФНБ (в конце 2012 года в нем останется примерно 10% объемов 2009-го). Но последнее будет нарушением фундаментального обязательства государства по накоплению средств для будущих поколений.

Не прошло и нескольких лет, как стандартно встроенный в экономику Фонд будущих поколений, который должен был бы проработать многие годы, становится мифом. Миф за мифом — так устроена современная история экономики России. Мгновенная приватизация как панацея, финансовая стабилизация, оставившая страну с денежными суррогатами, монетарная борьба с немонетарной инфляцией, две досрочные либерализации счета капитала с немедленными пузырями и кризисами, вывод избыточной ликвидности из страны за отсутствием в ней инвестиционных проектов, высочайший процент при фиксированном курсе рубля, загоняющий к нам на рынок все горячие деньги мира, эксцессивные валютные резервы — все это основано на мифах, на умозрительных учебных построениях, которым мы следуем с упорством, достойным лучшего применения.

Расходование Резервного фонда и ФНБ означает одновременное уменьшение валютных резервов (средства этих фондов хранятся на счетах в Банке России, будучи вложенными в валютные активы). Исчезновение этих фондов с финансовой карты России неизбежно, при прочих равных условиях, поставит под вопрос сегодняшние размеры ЗВР.



EAST NEWS



Второй по значимости источник покрытия дефицита бюджета — заемные средства, привлеченные на внешних рынках. Следствие — рост государственного внешнего долга. Доходность госбумаг в ближайшие годы прогнозируется на уровне не ниже 10–12%. Такой показатель при традиционно закреплённом курсе рубля очень высок. Следовательно, наряду с рынками акций и корпоративных облигаций, подверженными всем штормам (до кризиса доля иностранцев в рублевом сегменте варьировала от 10 до 37%), наряду с высоким внешним долгом бизнеса и банков, на финансовой карте России возникнет еще один горячий рынок. На нем будут доминировать нерезиденты, имеющие прежде всего спекулятивный интерес. Иностранцы будут держать не только валюту (займы за рубежом), но и рубли (на внутреннем рынке, при открытом счете капитала).

— Есть ли иные источники покрытия дефицита?

— Альтернативный способ, при использовании которого нужна во внешних заимствованиях сокращается, — покупка Центральным банком на открытом рынке государственных ценных бумаг либо приобретение нерыночных облигаций (нерыночные государственные ценные бумаги — государственные денежные обязательства, которые по условиям выпуска не обращаются на свободном фондовом рынке и не могут быть переданы другому лицу — ред.). В 1990-е годы нерыночные гособлигации долго находились в активах ЦБР. Эти его действия — законный канал эмиссии денег в обращение, аналогичный кредитному рефинансированию коммерческих банков. Исходя из позиции Центробанка и Минфина (20 лет двузначной инфляции и борьбы с ней), если эмиссия и будет использоваться, то крайне незначительно, ограничиваясь потребностями операций ЦБР на открытом рынке для

оперативного регулирования денежной массы. На первом месте — внешние заимствования, внешние долги.

— Насколько оптимально соотношение бюджетных и монетарных мер в российской антикризисной политике?

— Основная часть антикризисных мер затрагивает прежде всего бюджетную сферу. Задействован наиболее дорогой, наиболее тяжелый и болезненный метод лечения.

Как известно, российское государство не прибегало к мерам смягчения денежной политики (накачиванию финансового рынка ликвидностью), используемым монетарными властями развитых стран, которые удерживали таким образом финансовые системы и экономики от коллапса.

Российские антикризисные меры — это активное расходование средств бюджета и внебюджетных фондов при высоком налоговом прессе (в будущем он еще усилится в связи с заменой ЕСН отдельными квазиналоговыми платежами) и жесткой денежной политике (сокращение денежной массы в первой половине 2008 года, рост ставки рефинансирования). Бюджетные средства тратились в основном на покрытие убытков.

Сравнивая западные и российские антикризисные меры, я вижу три существенные проблемы в нашей политике.

Во-первых, среди антикризисных мер не было полноценной программы федеральных общественных работ, роста инвестиций в инфраструктуру (в отличие от других крупнейших экономик). Мы упускаем еще один шанс укрепить внутренний спрос, создать адекватное ему внутреннее предложение и, следовательно, переключить экономику на режим большей диверсификации, самообеспечения, ухода от жесткой экспортно-ориентированной модели.

Во-вторых, в полной мере не были использованы инструменты денежной политики. Несмотря на открытие линий ликвидности на банки и сокращение норм обязательных резервов, денежная масса физически сжималась при росте ставки рефинансирования и ее двузначном уровне. Не происходило переключения внешнего денежного спроса, которым жила экономика до кризиса (даже эмиссия рублей осуществлялась против поступления валюты), на внутренний спрос. Неизменность режима счета капитала и валютного регулирования создала возможности для периодического бегства капиталов из страны, сокращения на треть валютных резервов и великой игры банков против рубля в IV квартале 2008 года, закончившейся его девальвацией. Чрезвычайная кредитная помощь банкам с трудом и лишь отчасти транслировалась в ссуды реальной экономике. Запредельно высоким был и остается процент.

Как могла здоровая в финансовом отношении экономика с профицитным бюджетом, значимыми темпами роста, третьими в мире валютными резервами и позитивным торговым балансом иметь до кризиса ссудный процент один из самых высоких в мире (не считая беднейших стран) и не работающую ставку рефинансирования?

В этом пункте всегда начинаются рассуждения о недопустимости отрицательной ставки процента и о борьбе с инфляцией в Российской Федерации. В период кризиса у большинства развитых стран мира учетные ставки центральных банков, процент по депозитам отрицательны

Российский бюджет вскоре будет зависеть от спекулятивных капиталов, поскольку после исчерпания Резервного фонда и Фонда будущих поколений власти вынуждены будут обратиться к внешним займам для финансирования дефицита бюджета.

(с учетом инфляции), с номинальной ставкой, близкой к нулю. Никого это не смущает. Это благо для восстановления выдачи кредитов населению и бизнесу, для удержания их на плаву, для стимулирования внутреннего спроса. Напротив, у нас — ужасы ссудного процента, бродящего вокруг 20.

Что касается инфляции, то мы боремся с ней монетарными мерами (деньги, кредит и процент), притом что ее основной источник — немонетарный (олигополия на рынках, ценовая политика государства, государственные монополии и их цены). Здесь скорее необходимо увеличивать ресурсы антимонопольного органа, бороться с концентрацией собственности и бизнеса в немногих руках, снижать регулятивные издержки, составляющие 10–15% затрат, ограничивать аппетиты госмонополий, держать низкими цены госзакупок, либерализовать доступ на рынки, контролировать посредническую маржу в потребительском секторе и банках, снижать процент по операциям ЦБР и т. п. В противном случае мы должны признать, что инфляция — встроенный элемент российской экономики и ориентир, ежегодный рост цен только на 1–3%, — миф.

В таких условиях давайте хотя бы нормализуем процент, он и так всегда был отрицательным. До кризиса ставка рефинансирования превышала рыночный процент (доходность по государственным ценным бумагам — 5–6%, ставки на рынке МБК — 2–3%). Это и была настоящая цена денег в российской экономике. Процент по депозитам давал всегда минус (4–6% при двузначной инфляции). В этом случае ставка рефинансирования ЦБР (как и процент по его ссудным операциям) должна была составлять не более 2–3%.

В-третьих, не намечена линия на снижение налогов (наоборот, на их повышение, как следствие трансфор-

мации ЕСН). Налоговый пресс в России в более 40% ВВП (налоги и квазиналоги) ограничивает возможности экономического роста и норму накопления. Бюджет «проедает» экономику (особенно если его доходы в качестве «избыточной ликвидности» выводятся из страны в валютные резервы, как это было до кризиса). Азиатские страны в периоды бумов имеют налоговую нагрузку в 22–30% ВВП при сверхвысоких нормах накопления и инвестиций. Иная модель развития — в которой величина ВВП не основана на динамике мировых цен на экспортируемое сырье.

Можно прогнозировать, что нас ожидает возобновление докризисной модели экономики и спекулятивная модель ее финансового рынка. Жесткая ориентация на внешний спрос на сырье, зависимость от внешних источников финансирования, ограниченный внутренний спрос, простые продуктовые линии во внутреннем предложении, ориентированные на импорт технологий, сложных потребительских товаров и части продовольствия. «Антиинфляционная» денежная политика, двузначная инфляция, зашкаливающие процент и налоги, закрепленный курс рубля и «горячие деньги» всего мира в гостях на финансовом рынке (огромные риски, волатильность, «американские горки»). Финансовые кризисы — раз в 5–10 лет. При первой возможности деньги бюджета будут направляться за рубеж в валютные резервы. Внешние долги будут расти (корпоративные и, может быть, государства). Многие финансовые инновации и деятельность нерезидентов будут ориентированы на спекуляции (а не на прямые и длительные портфельные инвестиции). Большая часть прибылей будет направлена за границу, в иностранные активы. В каждой точке финансовой политики — бюджетной, налоговой, монетарной, ценовой, валютной, инвестиционной — есть о чем подумать.

О том, какой должна быть посткризисная финансовая конструкция российской экономики, как избежать в будущем еще одного набора эксцессивных мифов и решений макроуровня, делающих экономику слабой, зависимой, нетехнологичной, распыляющей людские, материальные и финансовые ресурсы.

— Насколько необходим сегодня такой элемент в антикризисной политике, как девальвация курса рубля?

— Девальвация национальной валюты — это болезненная мера. Она может быть разовой, административным решением. К этому средству прибегают в экстремальных ситуациях, в случае спекулятивных атак, при острейших экономических и финансовых кризисах. Последствия такой разовой жесткой девальвации — взрывной рост цен и социальные риски.

Возможна более мягкая, с точки зрения длительности, девальвация в месячные сроки. Ее часто применяют в качестве инструмента выхода из экономического кризиса, реализуют через операции государства на открытом рынке.

Наконец, политика снижения курса национальной валюты может иметь среднесрочный характер, длиться годами. Ее используют для стимулирования экспорта, для поощрения роста производства, для урегулирования проблем платежного баланса. Многолетнее ослабление доллара США в 2000-х годах

Регулярная девальвация не может производить положительный эффект. Это — опасный наркотик. Ее можно применять только как крайнее средство. Такой радикализм был бы сейчас излишним и в большой мере нарушал траекторию выхода из кризиса.



штабным корпоративным внешним долгом, накопленным в России к началу кризиса. Экспортеры выигрывают, но они же становятся основными должниками в валюте. Коммерческие банки остаются пока нетто-должниками по валюте (в целом по банковскому сектору). Поэтому последствия неоднозначны. Выигрыш в товарном мире — и проигрыш в финансовом. В России очень высоки корпоративные долги, и долговая нагрузка резко возрастает. Жесткий «минус» с точки зрения инфляции, роста цен и социальных рисков. Даже обещание девальвации влечет за собой резкое повышение цен со всеми негативными последствиями. В стране, в которой пока сохраняется достаточно высокий уровень безработицы, которая только начинает выходить из кризиса, очередное повышение цен вряд ли будет благоприятным для будущего экономического роста и стабильности.

Девальвация национальной валюты лечит прежде всего экспортеров. Создаются новые стены для импорта, поощряется отечественный товаропроизводитель. Улучшается торговый баланс. Seriously страдает те, кто располагает обязательствами в валюте, поскольку тяжесть таких обязательств неизмеримо возрастает (пример — 1998 год). Награждаются те, у кого валютные активы (2008 год, «большая игра» против рубля). Обостряются проблемы с мас-

имеет тот же экономический смысл, что и девальвация. Такая курсовая политика несет свои собственные напряжения и риски, что хорошо показывает история кризиса 2007–2009 годов.

Девальвация — радикальное средство, не щадящее, а жестокое лекарство. Его не следует использовать очень часто, чтобы не произошел «эффект привыкания». Тем более в условиях, когда, по видимости, мировая экономика выходит из кризиса. Может быть, мы даже сможем наблюдать впереди подъем в 15–20 лет, если рассматривать нынешний кризис как последнюю точку в длинном 30-летнем цикле (на эти циклы разделен XX век).

В этих условиях, когда мировая экономика будет вытаскивать за собой российскую, функционально от нее зависимую, в еще одной девальвации (после той, что произошла этой зимой) нет необходимости. При благоприятном внешнем фоне, росте спроса на российский экспорт, постепенном восстановлении доступа к внешним источникам финансирования очередная жесткая посадка рубля не станет средством стимулирования. Я хотел бы особенно подчеркнуть, что использование этого лекарства демонстрирует неустойчивость экономики, подрывает ее долгосрочную стабильность, создает условия для будущих девальваций, роста цен, инфляционных волн. Это в большой степени снижает доверие всех тех, кто ведет бизнес, вкладывает деньги, накапливает сбережения. Нельзя быть экономикой, в которой нет ничего прочного, кризисы регулярны, а власти способны к любым непрогнозируемым решениям.

Регулярная девальвация не может производить положительный эффект. Это — опасный наркотик. Ее можно применять только как крайнее средство. Такой радикализм был бы сейчас излишним и в значительной мере нарушал траекторию выхода из кризиса.

— Как девальвация может отразиться на российском бюджете?

— С точки зрения бюджета ожидается множественный эффект. Я говорю о бюджете, в котором минимизирован государственный долг, в частности его валютная составляющая (российский бюджет). С одной стороны, должна увеличиваться доходная часть, связанная с ростом экспорта и валютных поступлений. Весомее становится рублевый эквивалент тех валютных доходов, которые поступают в Россию и затем частично превращаются в налоги.

С другой стороны, возникают серьезные риски увеличения расходной части. Поскольку девальвация связана с ростом цен и расходных обязательств бюджета, прежде всего социальных, инвестиции из бюджета должны обслуживать экономику и население на новом уровне цен. Третий момент, который связан с бюджетом, это то, что девальвация, резко повышая неустойчивость финансового сектора, может провоцировать возникновение системного риска и у финансовых институтов, и у корпоративных заемщиков. Соответственно, могут нарастать обязательства бюджета, связанные с реструктуризацией финансового и корпоративного сектора. Наконец, девальвация может стать спусковым механизмом для раскручивания инфляции. Причем инфляции двузначной, при которой ни один бюджет мира, ни одна экономика в мире не будет чувствовать себя здоровой.

— Может ли на основе девальвации осуществляться долгосрочное стимулирование экономики?



REUTERS

— У нас простая модель экономики — продаем сырье, за сырье покупаем наиболее сложные (и часть простых) потребительские товары и технологии. Курс рубля или другие финансовые параметры могут воздействовать на эту модель, но радикально ее изменить не могут. Со временем цены подстраиваются под новый масштаб рубля. Разовые выгоды, которые получают импортеры-экспортеры от финансовых воздействий, исчезают. Самонастройка происходит через инфляцию, изменение уровня цен и в конечном счете через инфляционный налог на карман каждого из нас.

Проблема российской экономики состоит в том, что уже 20 лет мы существуем в мире резких финансовых движений государства, исповедуя их высокую ценность с точки зрения перехода к развитому рыночному хозяйству и современной технической базе. Мы все время принимаем радикальные меры. То проводим финансовую стабилизацию, оставляющую страну без денег и с денежными суррогатами, то выращиваем мыльные пузыри на рынке государственного долга, то выкачиваем ликвидность из России в валютные резервы, под лозунгом того, что у нас нет места для инвестиций. То чуть ли не вводим валютный совет (currency board), полностью долларизуя экономику (обсуждалось, но не случилось). Мы либерализуем счет капитала досрочно, открываем дорогу для иностранцев, для всех горячих денег мира, для спекулятивных атак, финансовых инфекций, для чего угодно. Мы все время живем в мире резких движений и мифов, относящихся к миру денег (прозевав при этом финансовый кризис). Девальвация — это еще одно резкое движение, девальвация, деноминация, денежные реформы, закручивание гаек. Когда-то же российская экономика и ее финансовый сектор должны перейти в режим нормального вождения, в нормальных условиях на обычной дороге, в условиях полной видимости, когда водитель не крутит отчаянно баранку. Финансовый кризис доказал, что высокие цены на российское сырье имеют достаточный запас прочности и, если не произойдет радикальных изменений технологий в мире, этот уровень цен сам по себе — основа для стабильной экономики. То есть дешевого кредита, незаметной инфляции, высокой монетизации, низкой волатильности на финансовых рынках, нетрудных налогов, стимулирующих сбережения, рост и инвестиции. ●

Можно прогнозировать, что нас ожидает возобновление докризисной схемы функционирования экономики и спекулятивная модель ее финансового рынка.