

Россия и мировой кризис

Нижеследующий материал представляет собой научный доклад «Россия и мировой кризис: первые итоги», с которым автор выступил на постоянно действующем российско-французском семинаре по денежно-финансовым проблемам российской экономики, состоявшемся в г. Вологде в апреле 2010 г. Текст публикуется с некоторыми сокращениями.



**Жак
САПИР**

профессор, директор Центра исследования моделей экономического развития Высшей школы исследований по социальным наукам (Париж)

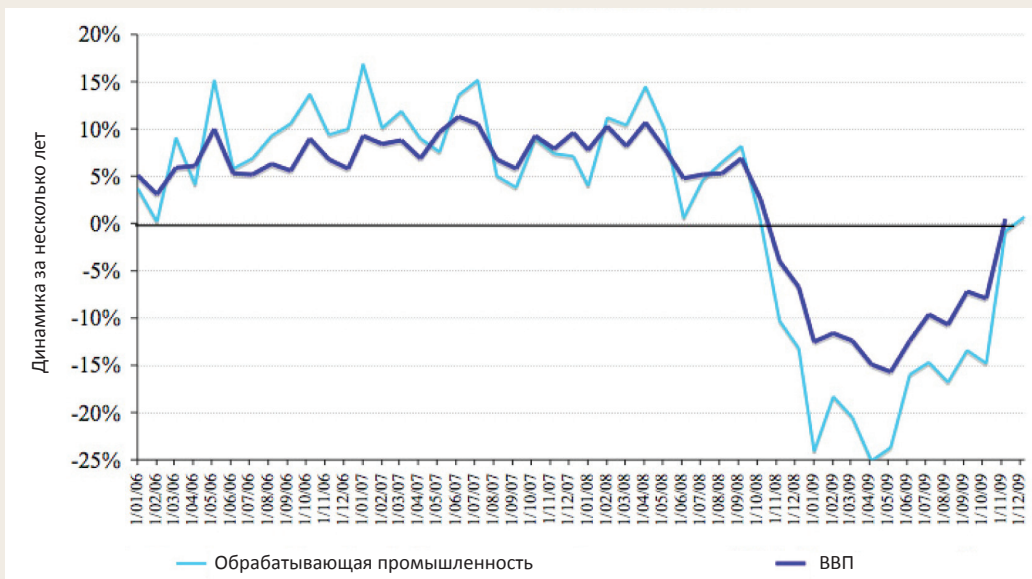
В России произошёл сильный экономический спад во время мирового кризиса, который начался в 2007 году. Пик его пришёлся на первую половину 2009 года и сейчас наблюдается тенденция к его ослаблению. Масштаб и тяжесть экономического спада вызывают много вопросов.

Очевидно, что Россия была защищена от международного банковского кризиса. Задолженность населения была крайне низкой по сравнению со многими развитыми странами, и банки России в своём большинстве были не очень активны на рынках производных финансовых инструментов, которые особенно пострадали от кризиса. Тем не менее задолженность некоторых компаний и банков может вызвать определённые проблемы. Это даёт повод говорить о «психозе дефолта» как в России, так и за рубежом, хотя общая ситуация в стране весьма стабильна. Этот психологический аспект, безусловно, имел отягчающее влияние, по крайней мере, в начале кризиса.

Кризис ликвидности на международных рынках послужил детонатором кризиса в России. Кризис был вызван главным образом шоком, спровоцированным массовым изъятием краткосрочных капиталов брокерами, которые сами безнадежно гнались за ликвидностью, появившейся на территории России из-за разницы валютных курсов. Задолженность российских компаний способствовала осложнению этого явления. Изначально кризис рассматривали через призму задолженности некоторых крупных российских компаний, которые массово обращались за государственной помощью.

На самом деле, если рассматривать кризисные механизмы на международном и внутреннем рынках, последствия глобального кризиса ликвидности в октябре 2008 года и моментального падения цен на сырьё вызваны в первую очередь внутренними механизмами, которые в значительной степени объясняют масштаб и высокую степень тяжести кризиса.

Рисунок 1. Динамика прироста (сокращения) валового внутреннего продукта и объёмы продукции обрабатывающей промышленности в России



Источники: данные ЦБ РФ и Росстата.

Этот аспект кризиса в значительной степени был обусловлен, во-первых, политикой Центрального банка, а во-вторых, Министерства финансов. Именно такая политика, главным образом, объясняет масштаб и высокую степень тяжести кризиса и резкий спад на внутреннем рынке, и именно такая политика осуществлялась до экономического роста в России. Такая ситуация вызывает много вопросов об экономическом восстановлении, которое мы наблюдаем сегодня, и о его сроках.

1. Кризис мощный, но с ограниченными последствиями

Мощный удар кризиса в России пришёлся на период с октября по ноябрь 2008 года. Он явился следствием кризиса ликвидности, который парализовал затем всю мировую экономику.

Экономический спад был таким сильным, что затронул все страны-экспортеры¹. В обрабатывающей промышленности России (рис. 1) высокие темпы сокращения активности особенно впечатляли в первые месяцы 2009 года. Автомобильная про-

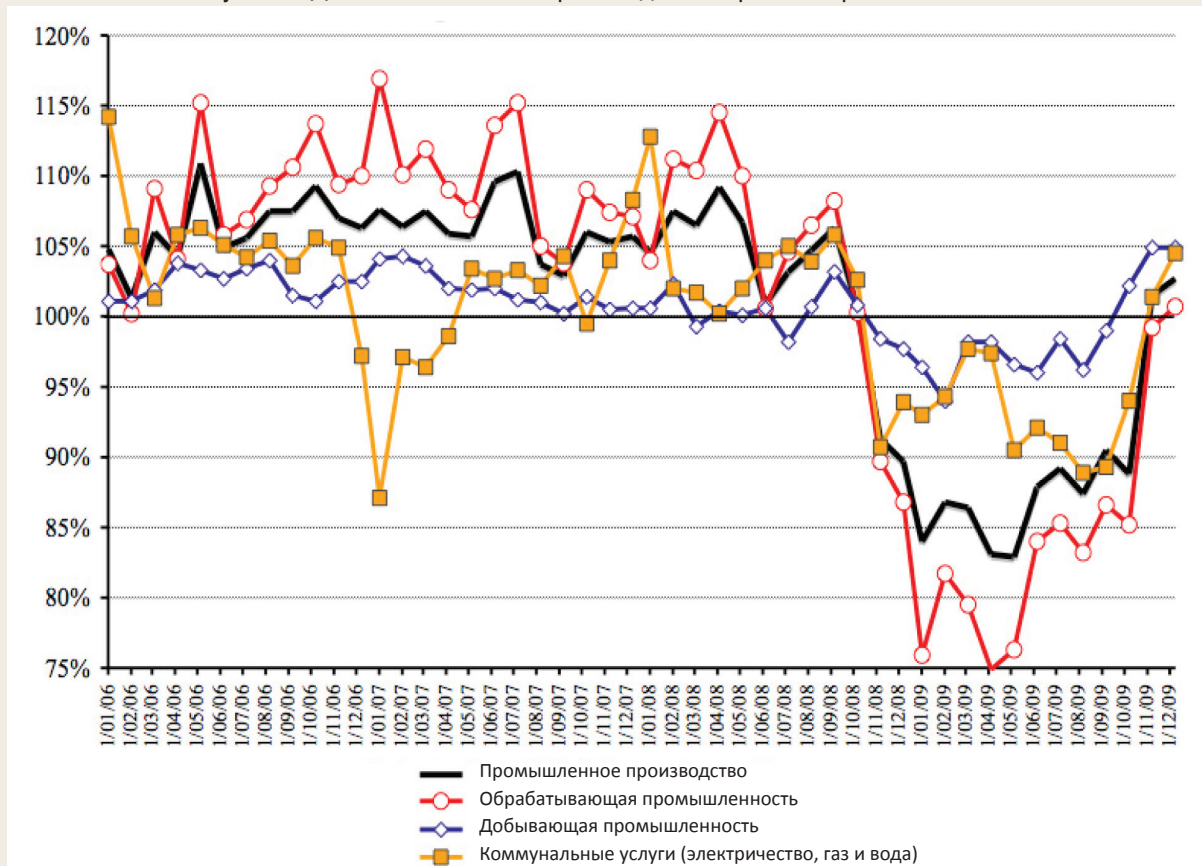
мышленность в течение первого квартала практически остановилась как в производстве легковых автомобилей, так и грузовиков. Объём продукции для внутреннего рынка (строительные материалы, строительное оборудование, грузовые и легковые автомобили) снизился с -40% до -65%. Добывающая же промышленность показала гораздо более умеренный уровень спада (рис. 2). Это зависит от различных факторов, например от падения экспорта, повлиявшего на цены в нефтяной сфере (хотя объёмы производства несколько увеличились). В газовом секторе также наблюдаются значительные сокращения объёмов экспорта, однако колебания цен намного ниже.

Области, тесно связанные с международной экономикой, пострадали в наибольшей степени. Как видно на графике (рис. 3), кризис вызвал сильное сокращение производства в областях, где важную роль играет чёрная металлургия; самый низкий уровень пришёлся на вторую половину 2008 года.

Производство в областях, специализирующихся на перерабатывающей промышленности, начинает испытывать спад в 2008 г. (рис. 4). В этих областях, однако,

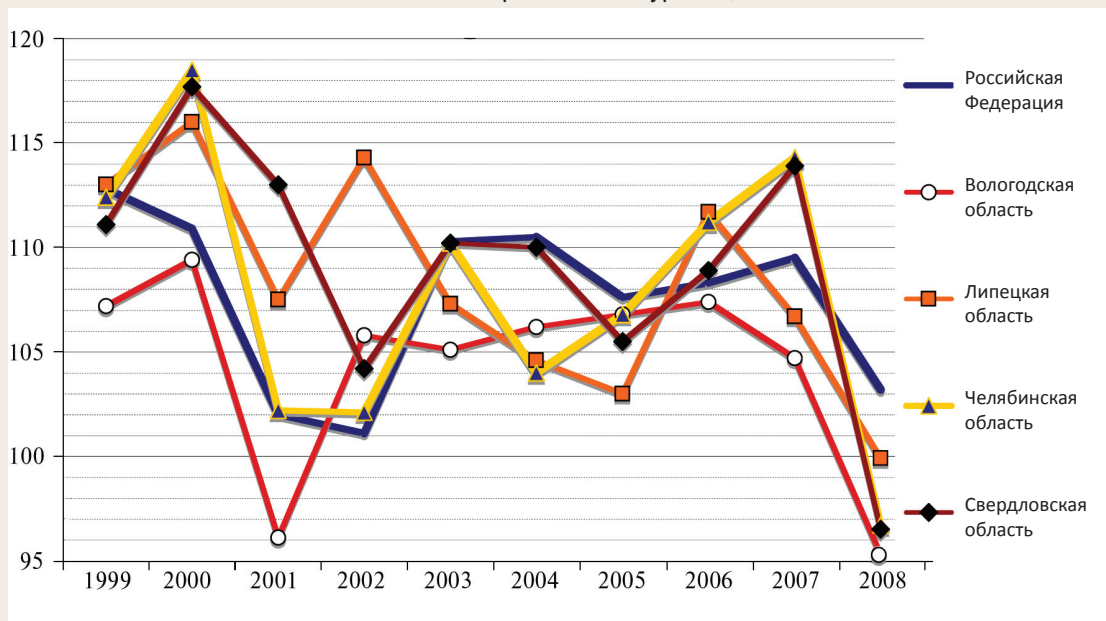
¹ Clenfield Y. (2009).

Рисунок 2. Динамика объемов производства отраслей промышленности



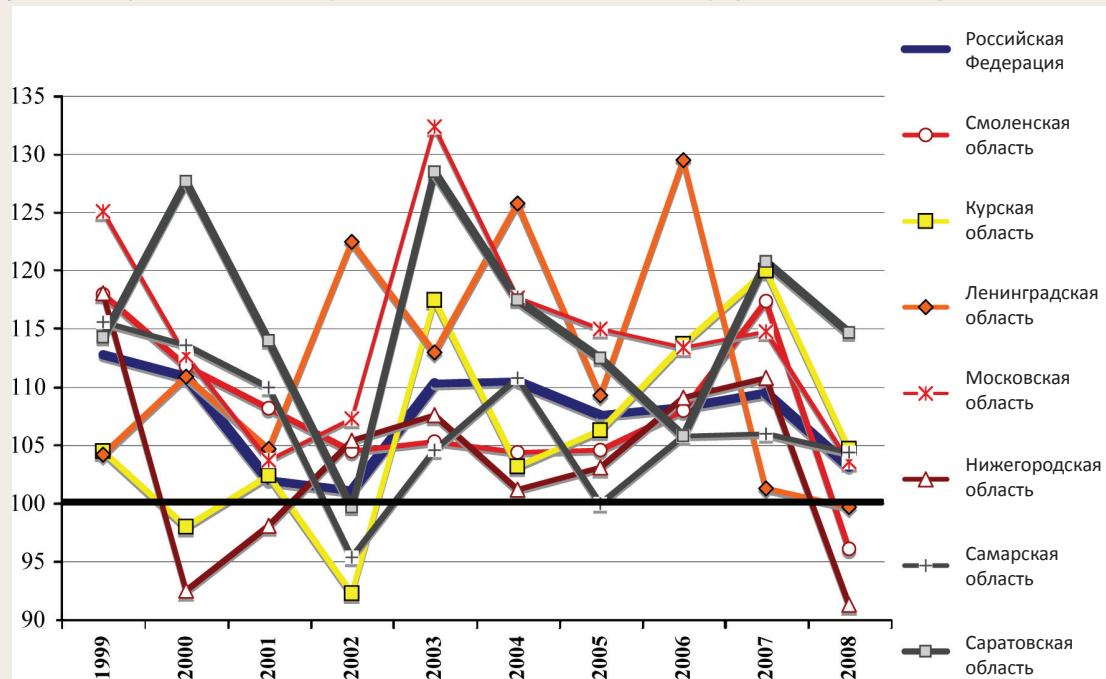
Источник: данные ЦБ РФ.

Рисунок 3. Динамика объемов обрабатывающей промышленности в областях с чёрной металлургией, в %



Источник: данные Росстата.

Рисунок 4. Обрабатывающая промышленность в областях с перерабатывающей промышленностью



Источник: данные Росстата.

уровень производства в последнее десятилетие был гораздо более разнообразным и неровным. Если уровень активности в таких областях, как Московская, Ленинградская, Саратовская, был гораздо выше, чем в среднем по России, то и спад соответственно начался раньше и был более сильным.

Правительство РФ представило план, который включает в себя меры по оказанию финансовой помощи банкам и предприятиям с конца октября 2008 года. В дальнейшем в этот план вносились регулярные изменения. Следует отметить, что в 2009 году важной частью этого плана была финансовая помощь. Сумма такой помощи (банки и доступ нефинансовых компаний к банковским кредитам) составила 3,46% от ВВП.

Кроме того, правительство значительно увеличило пособие по безработице и поддержало ведущие компании, испытывающие трудности (например, АвтоВАЗ).

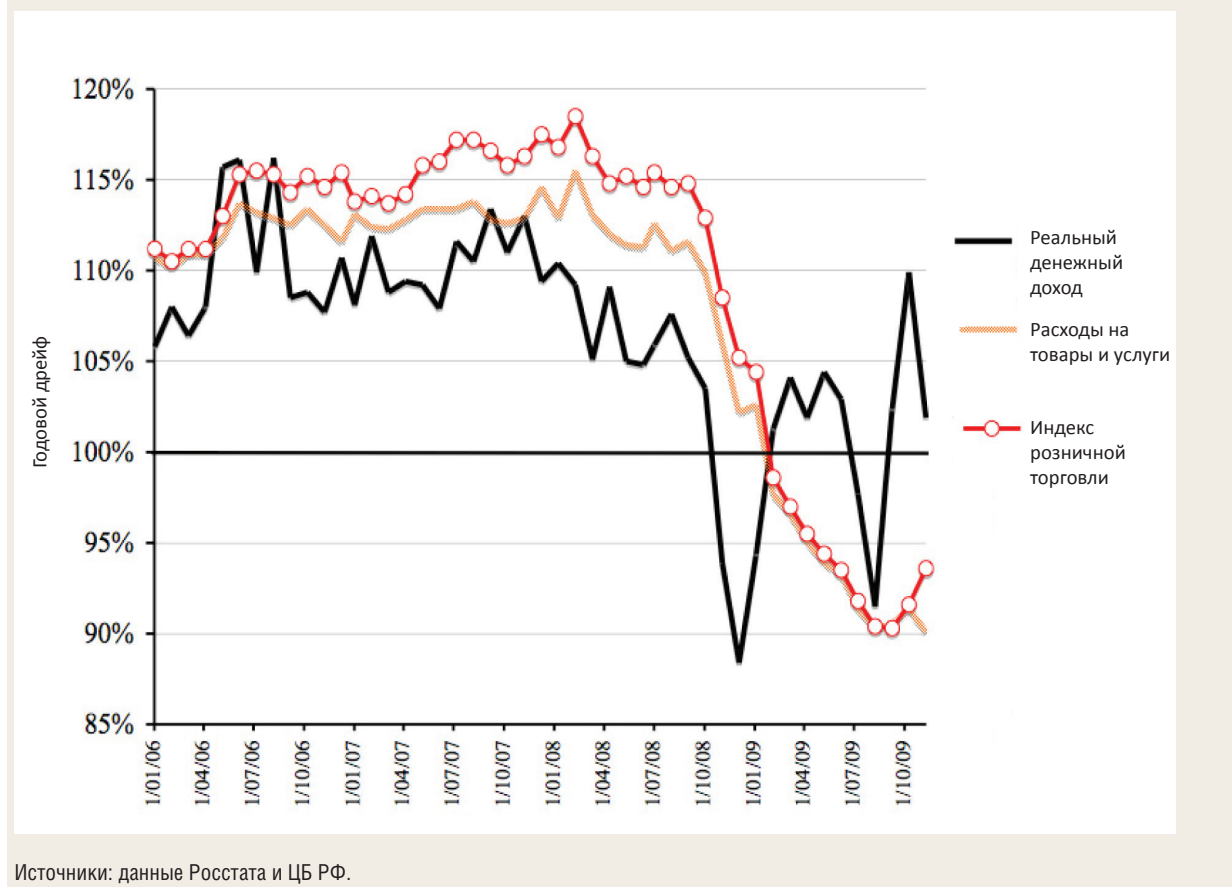
Эти меры смягчили последствия кризиса, но тем не менее они являются недостаточными.

Как видно на рисунке 5, реальный денежный доход, который стремительно упал в начале 2009 г., стал восстанавливаться и не снижается по сравнению с 2008 годом.

Однако, несмотря на то, что доходы населения в целом сохранились, наблюдается падение около 10% расходов на товары и услуги, что вполне коррелирует с индексом розничной торговли.

В дополнение к «антикризисным» мерам плана следует отметить требование правительства к промышленности не допускать задолженности заработной платы, которая, как правило, выросла в первые недели кризиса. Такое правительственное требование сыграло важную роль в стабилизации ресурсов населения. После резкого повышения, вплоть до 1 марта, количество уволенных работников стабилизировалось. 4 июня состоялся визит В. Путина в Пикалево, во время которого он выступил против Олега Дерипаски. Компания «Русал» Олега Дерипаски получила кредит в размере 4,5 млрд. долл., которые были предоставлены государственным

Рисунок 5. Динамика потребления домашних хозяйств



Внешэкономбанком². Задолженность по заработной плате снизилась, когда компания Дерипаски «Базовый Элемент» выплатила 41 миллион рублей во второй половине дня 4 июня, а 88 миллионов рублей 8 июня. Другие компании последовали этой тенденции, и можно сказать, что задолженность по заработной плате перестала быть серьезной проблемой с лета 2009 г.

2. Комплексное взаимодействие

Россия, безусловно, пострадала от падения нефтяных доходов. Но это далеко не объясняет всего кризиса. Падение было огромно, поскольку цена за баррель подошла к 147 долларам США в процессе чистой спекуляции.

Россия также пострадала от падения экспорта в металлообрабатывающей, хими-

ческой и цветной промышленности, на долю которых приходился очень большой объём.

Наконец, Россия стала жертвой кризиса международной ликвидности³, подобно эффекту «домино», описанному в литературе⁴. Но внешние причины кризиса не должны отвлекать нас от внутренних причин.

Роль сырья. Падение цен на сырьё было одним из самых серьёзных последствий кризиса ликвидности, что привело к фактическому исчезновению международных межбанковских сделок в конце сентября 2008 года. Также стало очевидным, что частичное повышение цен за несколько месяцев до начала кризиса было вызвано спекуляцией со стороны банков на товарных рынках.

³ Sapir J. (2008д).

⁴ Cifuentes R., Ferruci G., Song Shin H. (2005).

² Humber Y. и Колесникова М. (2009).

Рисунок 6. Сравнительная динамика цен на нефть (Brent ICE) и алюминий



Источники: Цена Brent: Энергетическое информационное агентство [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/hist/rbrtem.htm>; Цена на алюминий. – Режим доступа: <http://www.ereport.ru/stat.php?selnum=2>

Падение цен было довольно резким в результате спекуляций банков, но недолгим. Начиная с июня 2009 цены на нефть достигли в среднем цен 2007 года. Что касается цен на алюминий, то на них значительно повлияло падение автомобильного производства, которое является одним из основных рынков сбыта для данного продукта (рис. 6).

Аналогичная ситуация прослеживается в металлургии из-за снижения жилищного строительства в странах Западной Европы, которое сильно влияет на спрос на сталь. Влияние на экономику России сокращения внешнего спроса было настолько сильным, что мы должны выделить два фактора воздействия: первый – промышленный, а второй – финансовый.

С точки зрения промышленности добыча нефти и газа мало влияет на занятость, потому что это капиталоемкая деятельность. Добыча нефти фактически увеличилась в 2009 году (+1,2%), в то время как газа – снизилась (-12,1%). А производство металлов, напротив, оказывает большее влияние.

Закрытие производств (доменных печей) оказалось чревато последствиями. Производство стали упало на -13,6%, проката – на -10,3%. Производство алюминиевой продукции (профиля) упало до критического уровня – -23,4%⁵. Если влияние промышленного фактора существенно различается в зависимости от производства, то финансовое воздействие является более однородным. Происходит ли это из-за снижения цен или уменьшения количества экспорта, это вызывает сокращение торгового баланса.

Как видно на рисунке 7, торговый баланс коррелирует с ВВП в период с октября 2008 года, а в предыдущий период этого не наблюдается. Резкий рост торгового баланса с лета 2007 по лето 2008 года, по-видимому, не оказывает влияния на ВВП. Однако финансового воздействия на эти процессы не следует недооценивать.

⁵ Цифры доступны на сайте Росстата в разделе «О промышленном производстве в 2009 году», январь 2010 г.

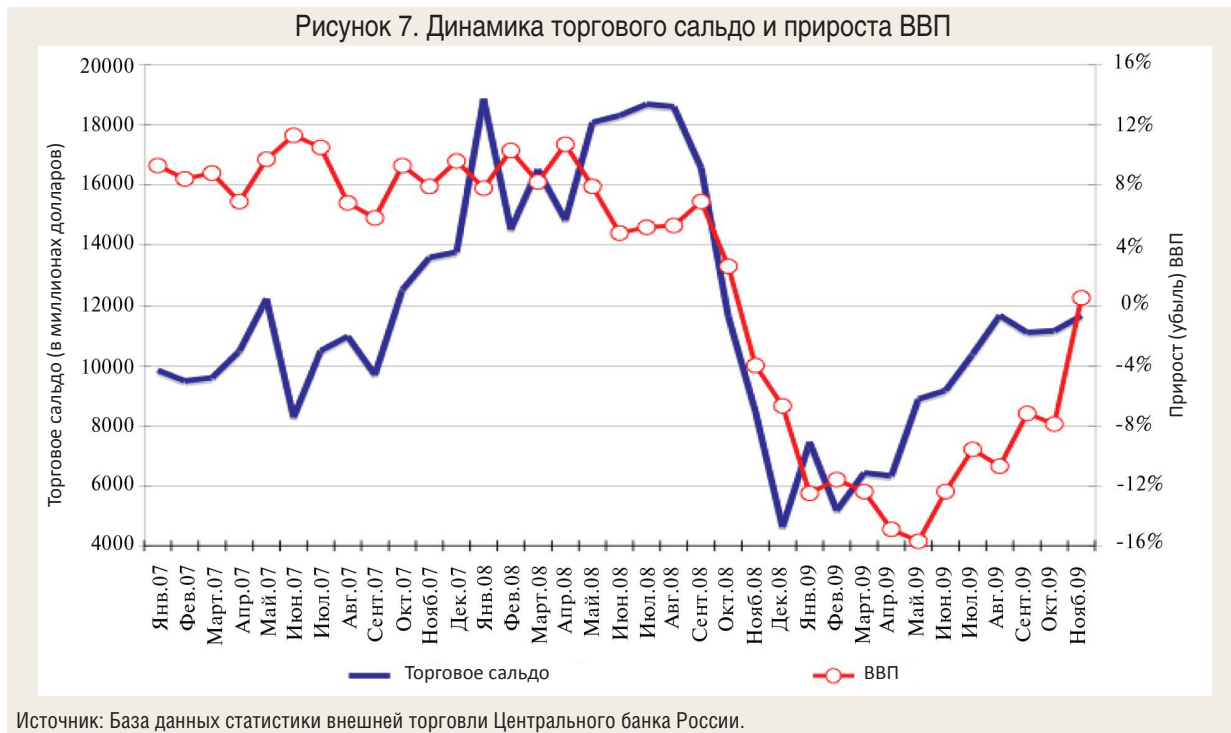


Таблица 1. Задолженность России нерезидентам, в млрд. долл.

	31/12/ 2006	31/12/ 2007	31/03/ 2008	30/06 2008	30/09/2008	31/12/ 2008	30/06/ 2009
Правительство	44,7	37,4	36,9	34,7	32,3	29,5	30,0
Монетарные власти	3,9	9,0	4,1	4,2	10,2	3,3	11,0
Банки (за исключением основных средств)	101,2	163,7	171,7	192,8	198,2	166,3	141,7
Другие секторы (за исключением основных средств)	160,7	253,5	265,0	293,1	299,6	281,4	292,8
Всего	310,6	463,5	477,4	524,8	540,5	479,9	468,4
в т. ч. валюта	252,5	370,2	379,4	407,2	427,9	396,1	383,0
в т. ч. рубли	58,4	93,3	98,0	117,6	112,6	83,8	85,4
Доля в рублях	18,8%	20,1%	20,5%	22,4%	20,8%	17,5%	18,2%
Резервы	303,7	477,89	512,58	568,97	556,81	427,08	412,59

Источник: ЦБ РФ, Бюллетень банковской статистики. Москва.

Финансовые аспекты. Кризис международной ликвидности, возможно, вызвал больший шок, чем внешняя торговля. Российские компании и банки сильно увеличили своё присутствие за рубежом (табл. 1).

Следует также рассмотреть вопрос об инвестиционном положении России (табл. 2). По состоянию на конец 2007 года положение было в значительной степени кредиторским за счёт роста иностранных портфельных инвестиций, которые увеличились почти на 40% в этом году и на

118% с конца 2005 года. Ликвидация иностранных позиций на финансовом рынке России в 2008 году значительно уменьшила эту цифру, что привело к возврату капитала в 254 млрд. долларов.

Задолженность банков перед иностранными организациями увеличилась на 96% в период с конца 2006 по сентябрь 2008 года, а перед крупными промышленными предприятиями — на 86%. Однако следует отметить, что до конца июня 2008 года доля задолженности в иностранной валюте

Таблица 2. Состояние инвестиций в России, в млрд. долл.

	31/12/2005	31/12/2006	30/12/2007	31/12/2008
Активы	499,100	705,983	1 099,335	1 009,95
Прямые инвестиции	146,676	209,559	370,161	202,84
Портфельные инвестиции	17,772	12,268	27,007	24,67
Прочие инвестиции	152,358	180,202	222,981	350,055
Резервы	182,240	303,732	478,762	427,080
Пассивы	547,715	769,199	1 244,651	755,885
Прямые инвестиции	180,313	271,590	491,232	213,734
Портфельные инвестиции	166,116	259,776	363,018	111,425
Прочие инвестиции	201,234	237,656	389,526	420,330
Состояние счетов	-48,614	-63,216	-127,048	254,065

Источник: ЦБ РФ, Бюллетень банковской статистики. Москва.

немного снизилась, и значительная часть этих долгов (около 2/3) находится в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Крупные компании и крупные российские банки стали должниками на международном рынке. Такая ситуация отчасти объясняется кредитной политикой, которая проводилась в России. Первоочередные меры по борьбе с инфляцией, безусловно, вызвали осложнения внутреннего кредитования, что не позволило достойно существовать межбанковскому рынку.

В целом положение экономики России в условиях международных потрясений значительно усугубилось политикой, проводимой Министерством финансов и Центральным банком России. Путём проведения политики «сильный рубль» и полной либерализации механизма обменного курса в начале 2006 года эти два учреждения вызвали массовый приток капитала⁶, который увеличился с осени 2007 до весны 2008 года, несмотря на предостережения⁷. Такая политика спровоцировала резкий рост реального обменного курса (рис. 8), в том числе с корректировкой относительного увеличения производительности труда⁸. Чувствительность экономики России к финансовым трудностям возросла.

Существование большого положительного сальдо валютных резервов привело

к видимости долговременности и стабильности, несмотря на значительные социальные издержки такой стратегии⁹. После того, как кризис разразился, стало очевидным, что правительство должно быть кредитодателем в последнюю очередь. Кроме того следует учитывать проциклические последствия либерализации обменного курса¹⁰.

В этих условиях было неизбежно, что кризис ликвидности, начавшийся на международном рынке банкротством «Леманн Бразерс» в середине сентября 2008 и замораживанием международных межбанковских рынков, имел особенно серьёзные последствия для российской экономики.

За этими потрясениями, случившимися после кризиса «Фэнни Мэй» и «Фредди Мак» (рис. 9) в июле 2008 года, почти без промедления последовали другие – с начала октября 2008 по январь 2009 года.

Ситуация, таким образом, представляла серию сигналов бедствия. Однако эти сигналы были в значительной степени проигнорированы Центральным банком.

Реакция Центрального банка. Центральный банк России правильно отреагировал на потрясения в сфере ликвидности и поддержал несколько банков России. Следует отметить, что правительство выделило 2,7 трлн. рублей (около 81 млрд. долл.), из которых 60% должны быть потрачены в июле 2009 года.

⁶ Calvo G., Leiderman L., Reinhart C.M. (1994).

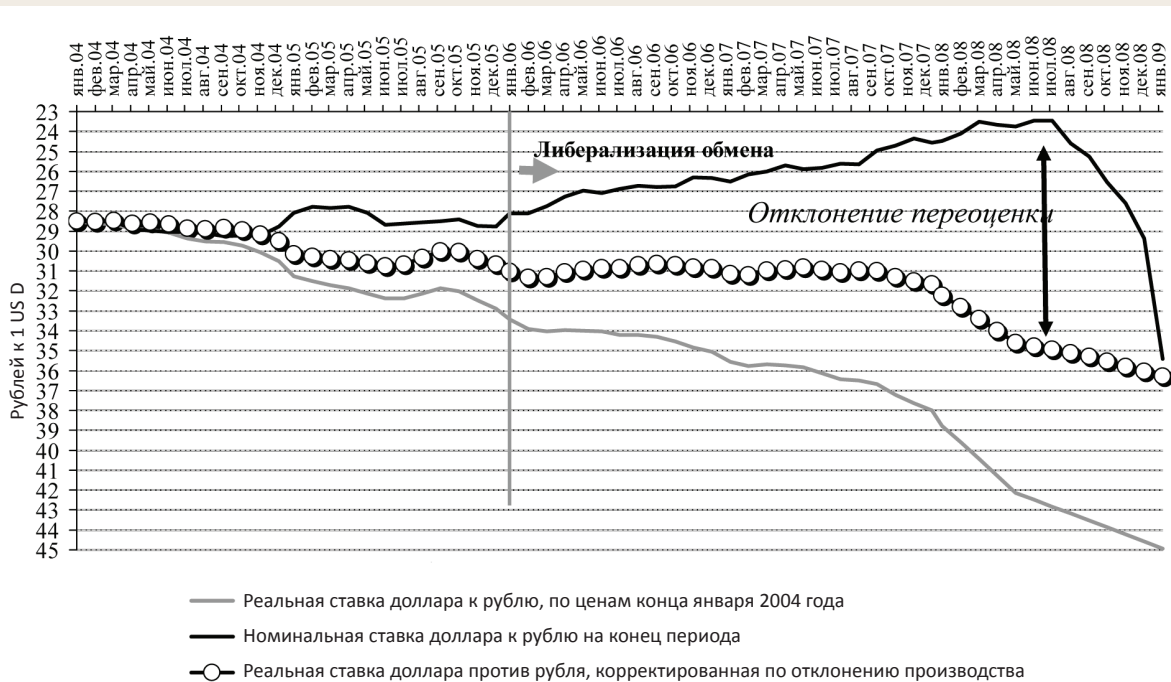
⁷ Sapir J. (2008).

⁸ Rodrik D. (2008).

⁹ Rodrik D. (2006); Baker D. и Walentin K. (2001).

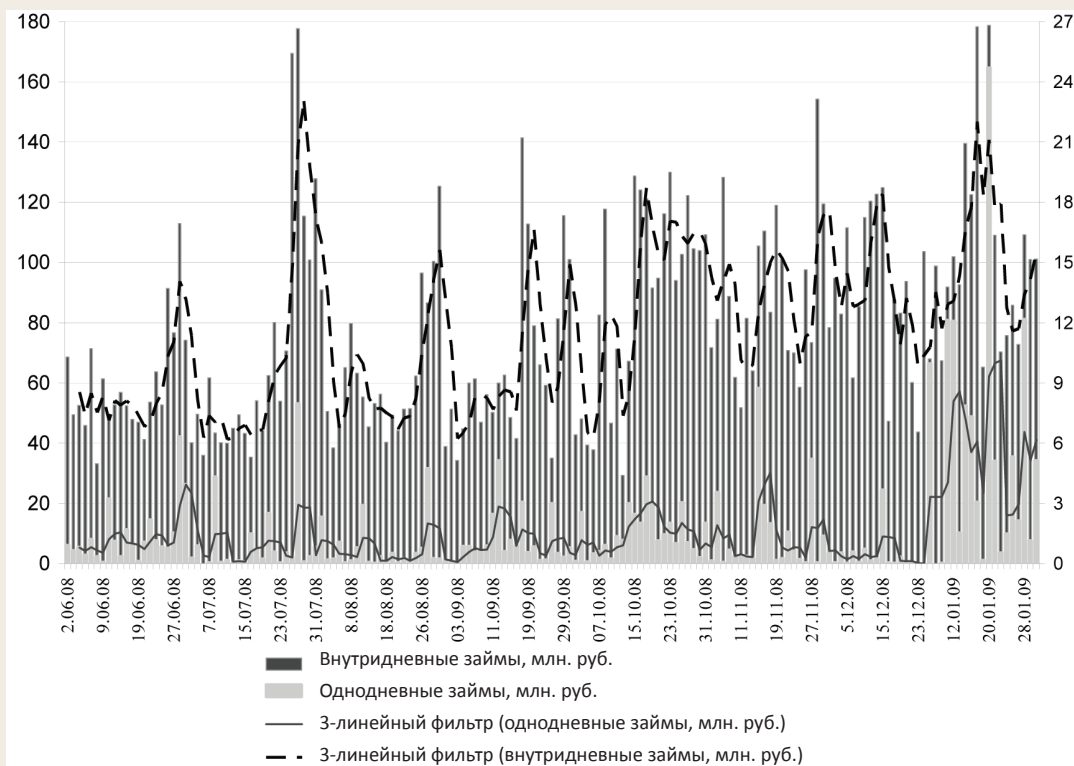
¹⁰ Kaminsky G.L., Reinhart C.M., Végh C.A. (2004).

Рисунок 8. Сравнение номинальных и реальных ставок обмена долларов на рубли



Источники: данные ЦБ РФ, Росстата и СЕМІ-ЕНЕС.

Рисунок 9. Однодневные и многодневные займы Центрального банка России



Источник: данные ЦБ РФ.

Таблица 3. Приток ликвидности от ЦБ РФ и государства банкам

	3 квартал 2008	4 квартал 2008	1 квартал 2009	Всего
Всего привлечено ЦБ и властями				
– в млрд. руб.	1 416,5	3 536,7	3 533,0	8 486,2
– в пересчёте на млрд. долл. США	56,1	120,4	101,6	278,1
Из которых приток:				
– от ЦБ РФ, млрд. руб.	197,0	3 249,0	3 209,0	6 655,0
– от Правительства РФ, млрд. руб.	1 219,5	287,7	324,0	1 831,2
В пользу государственных банков, млрд. руб.	1 059,0	2 251,0	2 390,0	5 700,0
В пользу частных банков России, млрд. руб.	325,0	1 037,0	966,0	2 328,0
В пользу иностранных банков, млрд. руб.	32,0	249,0	177,0	458,0
В процентах:				
– государственным банкам	75,0	64,0	68,0	67,2
– частным банкам России	23,0	29,0	27,0	27,4
– иностранным банкам	2,0	7,0	5,0	5,4

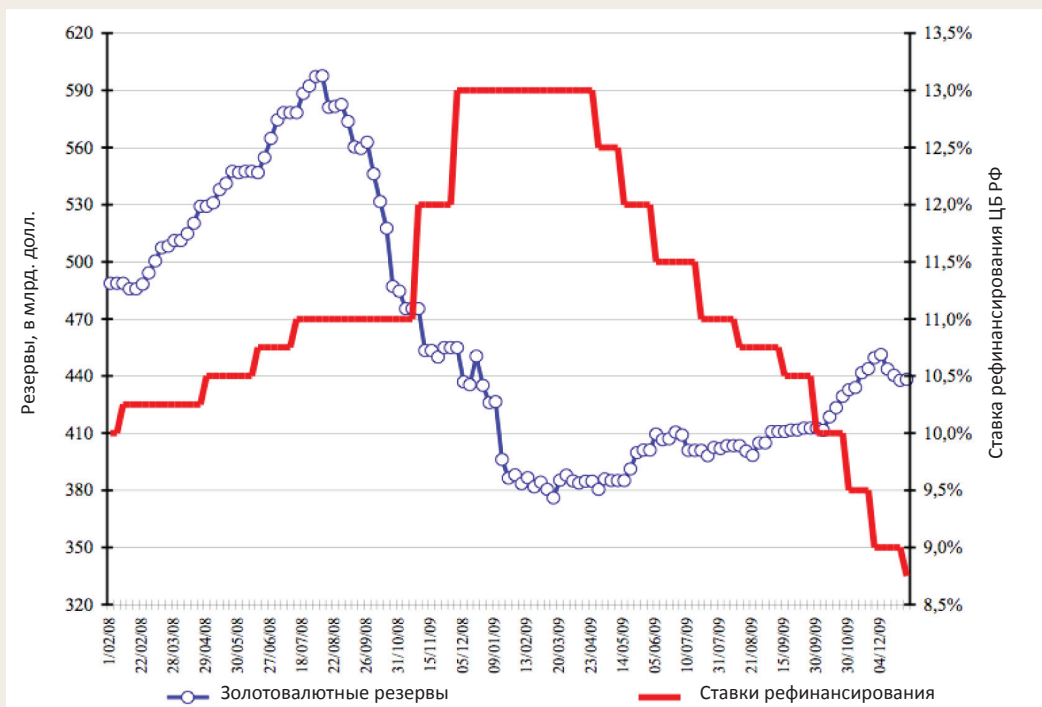
Источник: данные ЦБ РФ.

Эти суммы, конечно, меньше тех, которые были потрачены основными развитыми странами, но имеют чрезвычайно важное значение. Они гораздо выше сумм, выделенных на план восстановления. В связи с бездействием межбанковского рынка почти все эти суммы представляют собой ликвидные средства, а также источник рефинансирования (табл. 3).

Кроме того, спасая банки, Центральный банк одновременно резко повысил процентные ставки (рис. 10), чтобы попытаться справиться с резким падением обменного курса, что вызвало репатриацию спекулятивного капитала (рис. 11).

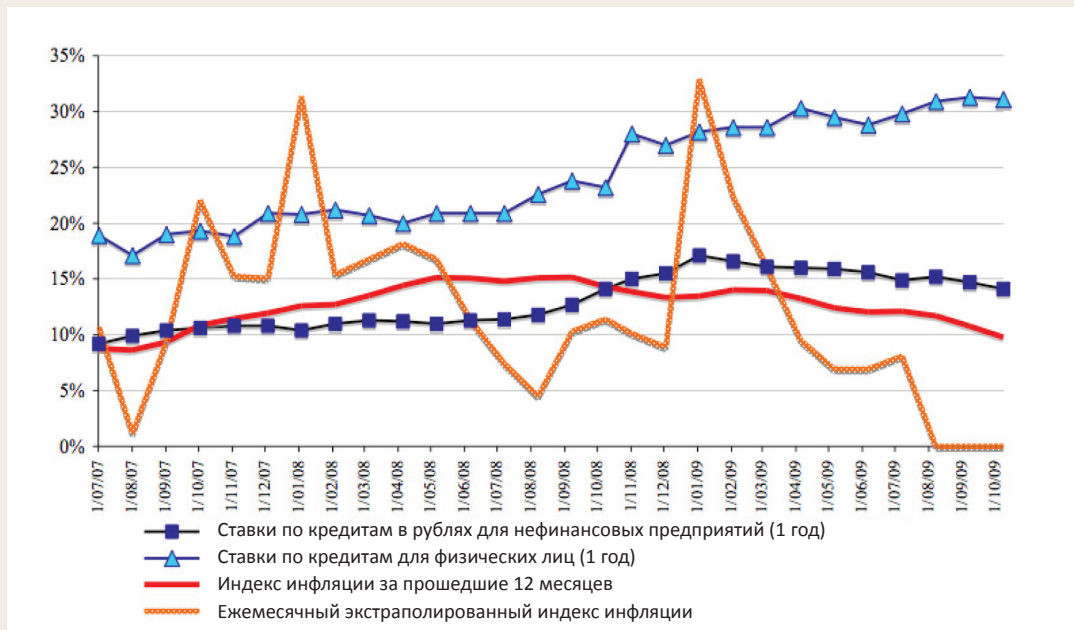
Снижение резервов во второй половине 2008 года было действительно впечатляющим, но меньшим, чем спекулятивный

Рисунок 10. Ставка рефинансирования и движение резервов



Источник: данные ЦБ РФ.

Рисунок 11. Развитие индекса инфляции и процентных ставок



Источник: данные ЦБ РФ.

Таблица 4. Ежеквартальная выдача ипотечных кредитов

	Объём ипотечных кредитов, выданных в рублях, млн. руб.	То же самое в валюте, млн. руб.	Всего, млн. руб.	Темпы роста, в % ежеквартально
K1-2006	13 254	9 741	22 995	
K2	33 263	22 279	55 542	141,5
K3	51 236	25 878	77 114	38,8
K4	81 859	26 051	107 910	39,9
K1-2007	61 940	20 376	82 316	-23,7
K2	91 323	29 497	120 820	46,8
K3	127 612	33 007	160 619	32,9
K4	157 270	35 464	192 734	20,0
K1-2008	129 206	21 553	150 759	-21,8
K2	164 745	23 679	188 424	25,0
K3	167 990	30 290	198 280	5,2
K4	77 582	18 767	96 349	-51,4
K1-2009	23 060	1 533	24 593	-74,5
K2	28 813	2 026	30 839	25,4
K3	34 099	2 011	36 110	17,1

Источник: ЦБ РФ, Бюллетень банковской статистики. Москва.

отток капитала (171,5 млрд. долларов против 254 млрд. долларов). В попытке противостоять этому Центральный банк увеличил ставку с 11 до 13% и сохранял её на этом уровне до апреля 2009 года.

Это резкое увеличение имело драматические последствия не только в сфере потребления товаров длительного пользования в России, но и в сфере инвестирования. Мы можем сравнить эти данные

с данными о снижении расходов на товары и услуги. Большая доля этих расходов финансировалась за счёт займов. Тем не менее банки России сделали очень жёстким нормирование кредита.

Кризис внутреннего кредитования. Сумма снизилась с 3566 млрд. рублей на 30 сентября 2008 г. до 3190 млрд. рублей на 31 октября 2009 г., что составляет 10,5% непогашенных кредитов для населения. С учётом темпов обновления кредитов это означает очень низкую кредитную активность банков, в частности, что касается финансирования потребительских кредитов, называемых «долгосрочными».

Для ипотечного кредита, являющегося в настоящее время приоритетной формой жилищного кредитования (табл. 4), сумма уменьшилась в тот же период с 555,5 млрд. рублей до 116,7 млрд. рублей. Это падение сопровождалось ростом, хотя и относительно слабым, номинальных процентных ставок. В периоды падения темпов инфляции это, как правило, ведёт к значительному повышению реальных процентных ставок. Процентные ставки (для кредитов в рублях) возросли в среднем с 12,7% в третьем квартале 2008 года до 14,6% в третьем квартале 2009 года. Реальная процентная ставка в 1,5% возросла до 5%, если брать критерий инфляции в 12 месяцев.

Падение ипотечного кредитования весьма показательно. В первом квартале 2009 года было выдано только 16,3% от ипотечных кредитов первого квартала 2008 года. Такое снижение оказало весьма негативное влияние на строительство и, следовательно, производство строительных материалов и оборудования.

Такая ситуация приводит к падению в производственных секторах и в сфере товаров народного потребления (табл. 5).

Таблица 5. Снижение объёмов производства в 2009 году

Виды продукции	Снижение объёмов производства в 2009 г. в % к 2008 г.
Промышленное производство	-15,6
Цемент	-17,3
Гипс	-19,9
Бетон	-29,8
Грузоподъёмные краны	-42,8
Холодильное оборудование	-26,3
Автомобили	-59,4
Грузовики	-64,3
Телевизоры	-32,7
Источник: данные Росстата.	

3. Загадка денежно-кредитной политики России

Таким образом, денежно-кредитная политика России оказала значительное влияние на кризис, усугубив его.

Это влияние было, с одной стороны, непосредственным, если говорить об уменьшении кредитования, которое было проведено Центральным банком. А с другой — сказалось косвенное влияние, связанное с открытием России для краткосрочных инвестиций и спекулятивного движения капитала. Именно из-за этого непрямого механизма Россия пострадала в первую очередь.

При этом необходимо вернуться назад во времени и рассмотреть эволюцию денежно-кредитной политики в России, чтобы понять, как и почему страна навлекла на себя такой кризис.

Выбор политики «контроля инфляции». Предполагалось, что денежно-кредитная политика Центрального банка будет строиться в 2009 году так, как это практикуется в развитых странах, т.е. как политика «контроля инфляции»¹¹. Но это был запоздалый выбор, поскольку крупнейшие центральные банки приняли такое решение в начале 1990-х годов. Но надо сказать, что этот выбор не везде был удачным.

¹¹ Центральный банк Российской Федерации (2009).

Этот тип политики является частью так называемого «Нового финансового консенсуса» (НФК), который заменил нерушимый монетаризм 1980-х годов¹². Такая политика иногда называется «неокейнсианской», но было бы точнее называть её «неовикселианской» (*Néo-Wicksellienne*)¹³, поскольку она основана на различии между равновесной процентной ставкой и ставкой Центрального банка.

В документе, опубликованном в 2008 году, Центральный банк России объявил, что он: «... намеревается в данный период завершить переход от политики контроля инфляции к политике, направленной в первую очередь на снижение темпов инфляции». И через несколько строк: «Главной целью денежно-кредитной политики на ближайшие три года будет постепенное снижение инфляции на 5% – 6,8% в 2011 году»¹⁴.

Это было довольно резкое изменение кредитно-денежной политики по сравнению с предыдущим законодательством, в котором были заявлены контроль за развитием валютных курсов, а также показатели растущей денежной массы¹⁵.

Известно, что именно неэффективность количественных показателей денежно-кредитной политики привела к отказу от монетаристской политики.

Тем не менее политика, известная как «контроль инфляции», означает полную свободу обменного курса¹⁶, по которому Банк России сохраняет желание иметь остаточные формы контроля¹⁷.

На самом деле политика контроля денежных масс, которая применялась до сих пор, была неутешительной. Инфляция в России всегда, кажется, имела достаточно большой структурный аспект¹⁸.

¹² Goodfriend M., King R.G. (1997); Clarida R., Gali J., Gertler M. (1999).

¹³ Canzoneri M., Cumby R.E., Diba B., Lopez-Salido D. (2008).

¹⁴ Центральный банк Российской Федерации (2009, С. 3).

¹⁵ Центральный банк Российской Федерации (2009).

¹⁶ Kam E., Smithin J. (2004).

¹⁷ Центральный банк Российской Федерации (2009, С. 5, 25).

¹⁸ Sapir J. (2006).

(Этот вывод автор делает на основе специальных тестов, позволяющих обнаружить влияние валютных переменных на уровень инфляции¹⁹. — *Прим. ред.*)

Центральный банк России отказался от монетаристской ортодоксии, но это не значит, что он сделал правильный выбор, присоединившись к «Новому финансовому консенсусу». Последний является предметом для серьёзной критики.

Критика касается кризиса и его последствий²⁰, которые консенсус не смог предвидеть и затем помочь в решении проблем. Обсуждалась его якобы эффективность в снижении уровня инфляции в развитых странах²¹, но импорт товаров, производимых в странах, где издержки производства искусственно поддерживаются на низком уровне, может тоже объяснить снижение инфляции, как и денежно-кредитная политика²².

Но главная критика сосредоточена на чисто теоретических аспектах²³. Резкой критике подверглось отсутствие какого-либо банка в моделях НФК²⁴. Если процентная ставка, установленная Центральным банком, должна соотноситься с равновесной процентной ставкой²⁵, то как тогда установить последнюю²⁶. Само понятие «равновесная процентная ставка» подверглось резкой критике. Несоответствия неовикселианской теории были раскрыты²⁷. Наконец, в период длительного спада мы видим, что инфляция на самом деле неэффективна, как показал опыт Японии в «потерянное» десятилетие (1990-е годы)²⁸.

¹⁹ Sapir J. Évaluation de l'impact de la hausse de la liquidité dans l'économie russe sur l'inflation. Document du séminaire franco-russe. — Paris, Juillet 2008, mimeo.

²⁰ Goodhart C.A.E. (2008); Goodhart C.A.E., Tsomocos D.P. (2007).

²¹ Papadimitriou D., Wray L.R. (2007).

²² Bivens J. (2007); Artus P. (2006, 2004).

²³ Arestis P., Sawyer M. (2008).

²⁴ Blanchard O. (2008), Goodhart C.A.E. (2005).

²⁵ Fullwiler S.T., Allen G. (2007); Le Heron E., Carré E. (2006).

²⁶ Weber A., Lemke W. и Worms A. (2008).

²⁷ Tymoigne E. (2007), Fongenie C.A. (2005).

²⁸ Nishiyama S.I. (2003).

Появившаяся необходимость стабильности и финансовой безопасности привела к относительному снижению роли НФК в борьбе с инфляцией. Риск дефляции, вызванной накоплением задолженности, ещё более 20 лет назад был отмечен Хайманом П. Мински²⁹. Совсем недавно председатель Федеральной резервной системы США заявил, что дефляция представляет большую опасность, чем инфляция³⁰.

Эти критические замечания ещё в большей степени касаются переходной экономики. Роль Центрального банка здесь не может быть сведена только к борьбе с инфляцией. Она вполне может иметь структурные аспекты³¹. Таким образом, сосредоточив внимание на борьбе с инфляцией, Центральный банк отказался от цели не менее важной, такой как структурирование банковского сектора.

Наконец, что имеет особое значение для России, так это отказ от контроля обменного курса. На самом деле этот аспект денежно-кредитной политики оставался важным с начала кризиса до конца сентября 2008 г. Поэтому он привлёк к себе внимание Центрального банка России. Он пытался взять под контроль валютный курс, а не инфляцию. Но в этом случае он, безусловно, использовал плохое оружие — процентную ставку.

Если целью ЦБ является крепко держать паритет рубля, то восстановление валютного контроля, наверное, было бы гораздо эффективнее. Мы знаем, что такая мера вызвала резкую критику на теоретическом уровне³², и знаем то, что она значит для Центрального банка³³. Но эта критика не кажется очень убедительной³⁴. Валютный контроль, кроме того, был предложен странам, недавно присоединившимся к Европейскому Союзу, экономистом известным

своими ортодоксальными взглядами³⁵. Отсутствие таких мер также предполагает очень высокие затраты для экономики, которые оцениваются около 10% ВВП³⁶.

Единственной альтернативой, которая остается при полной либерализации механизма валютных курсов³⁷, является накопление валютных резервов — то, что сделал Центральный банк России, когда его резервы составили почти 600 млрд. долларов как раз перед началом кризиса ликвидности. Но здесь появляются другие траты, на этот раз в социально-экономическом развитии, поскольку такая стратегия связана с накоплением денег, которые могли бы быть инвестированы³⁸.

Противоречия Центрального банка России. Центральный банк России столкнулся с противоречиями своей политики в двух направлениях.

Во-первых, фактически он оказался не в состоянии принимать решения для поддержания своей валюты. Он был вынужден отойти от стратегии контроля инфляции, проводя массовые операции на валютном рынке и позволяя увидеть свои реальные предпочтения.

Затем, столкнувшись с проблемой обменных курсов, он отказался от возможности контроля над движением капитала и решил, что может повышать свои ставки, чтобы банки столкнулись с серьёзными трудностями.

Мы могли наблюдать потрясающее зрелище: в то время как правительство выделяло значительные средства в поддержку экономики, Центральный банк вёл ограничительную политику. Кумулятивная сумма покупок и продаж показывает, что Центральный банк продал с августа 2008 по январь 2009 года 177,5 млрд. долл. и 22,9 млрд. евро.

²⁹ Minsky H.P. (1982, 1981).

³⁰ Bernanke B.S. (2002).

³¹ Sapir J. (20066).

³² Dornbusch R. (1998).

³³ Sweeney R.J. (1997).

³⁴ Rodrik (1998).

³⁵ Buiter W. (2009).

³⁶ Hutchison M.N., Noy I. (2002).

³⁷ Greenspan A. (1999); Feldstein M. (1999).

³⁸ Rodrik D. (2006); Baker D., Walentin K. (2001).

Тем не менее кредитоспособность России никогда не была под вопросом. Сумма резервов, исчисляемая в месяцах импорта, составила 18 месяцев в декабре 2008 года, тогда как в декабре 2007 года она составляла 19 месяцев. Затем она достигла очень высокого уровня (см. рис. 11).

Но эта, казалось бы, положительная тенденция также отражает падение импорта в России. Падение последнего, в принципе, положительное явление, но оно должно быть смягчено разницей между импортом инвестиций и потребления. Снижение потребления импортной продукции очевидно, но явления замещения импорта продуктами внутреннего производства были гораздо меньшими, чем во время кризиса 1998 года. Это касается прежде всего продовольственных товаров. В частности, мы видим, что в области потребительских товаров длительного пользования спад производства был весьма значительный.

Снижение также затронуло инвестиционные товары, потому что сокращение последних произошло на 20%.

Помимо плана восстановления, который привёл к значительному увеличению расходов (с 4,8 до 9,3% ВВП), доходы также

понижались, по мере того как правительство уменьшало налоги в различных отраслях.

Таким образом, профицит бюджета, составлявший около 11% в среднем за первые три квартала 2008 года, сменился дефицитом, составлявшим 3,2% за первые три квартала 2009 г. (табл. 6). Это указывает на явные различия между бюджетной практикой начала 2000-х годов и особенно после 2004 года, когда Россия стремилась через профицит бюджета стерилизовать часть доходов от экспорта.

Стоит отметить, что Россия могла и может позволить себе несколько кварталов сильного финансового дефицита. Суммы, которые были заработаны и вложены вследствие положительного сальдо государственного бюджета и которые позволили создать «Стабилизационный фонд» (затем он разделён на «Инвестиционный фонд» и «Резервный фонд для будущих поколений»), являются чрезвычайно важными.

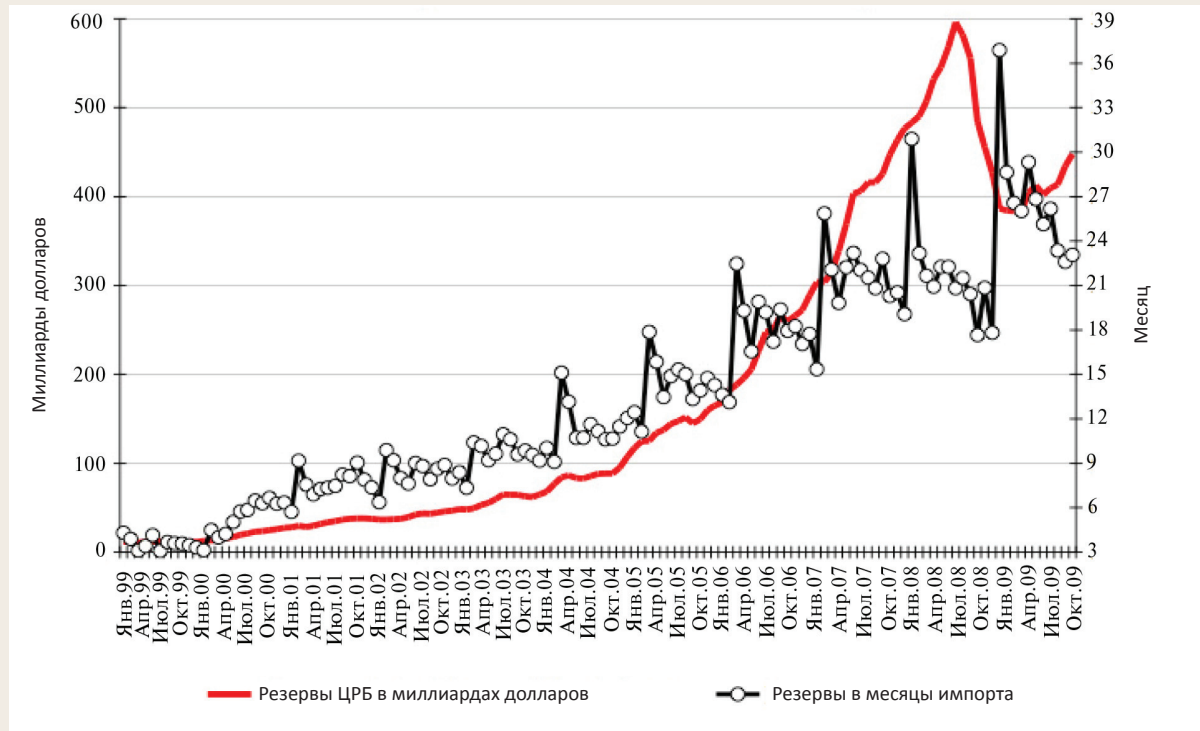
Но в то же время, когда были сделаны крупные финансовые вливания через дефицит бюджета, Центральный банк и коммерческие банки приступили к сокращению финансирования, которое было

Таблица 6. Квартальные суммы ВВП и бюджетные составляющие

	Квартальные суммы ВВП, в млрд. руб.	Доходы консолидированного бюджета, в млрд. руб.	Доходы в % от ВВП	Расходы консолидированного бюджета, в млрд. руб.	Расходы в % от ВВП	Баланс производительности в % к ВВП
К 1 2006	5 661,8	1 989,5	35,1	1 274,2	22,5	12,6
К 2	6 325,8	3 395,0	53,7	2 707,6	42,8	10,9
К 3	7 248,1	2 227,7	30,7	1 499,4	20,7	10,0
К 4	7 545,4	3 013,6	39,9	2 894,0	38,4	1,6
К 1 2007	6 747,9	2 530,2	37,5	1 754,7	26,0	11,5
К 2	7 749,1	3 164,0	40,8	2 475,1	31,9	8,9
К 3	8 826,6	3 209,2	36,4	2 491,0	28,2	8,1
К 4	9 663,7	4 464,9	46,2	4 657,8	48,2	-2,0
К 1 2008	8 891,0	3 334,2	37,5	2 335,9	26,3	11,2
К 2	10 193,3	4 209,5	41,3	3 179,6	31,2	10,1
К 3	11 639,5	4 635,2	39,8	3 226,0	27,7	12,1
К 4	10 944,2	3 825,0	35,0	5 250,3	48,0	-13,0
К 1 2009	8 482,8	3 033,5	35,8	2 807,1	33,1	2,7
К 2	9 326,4	3 009,2	32,3	3 812,6	40,9	-8,6
К 3	10 489,5	3 512,3	33,5	3 884,2	37,0	-3,5

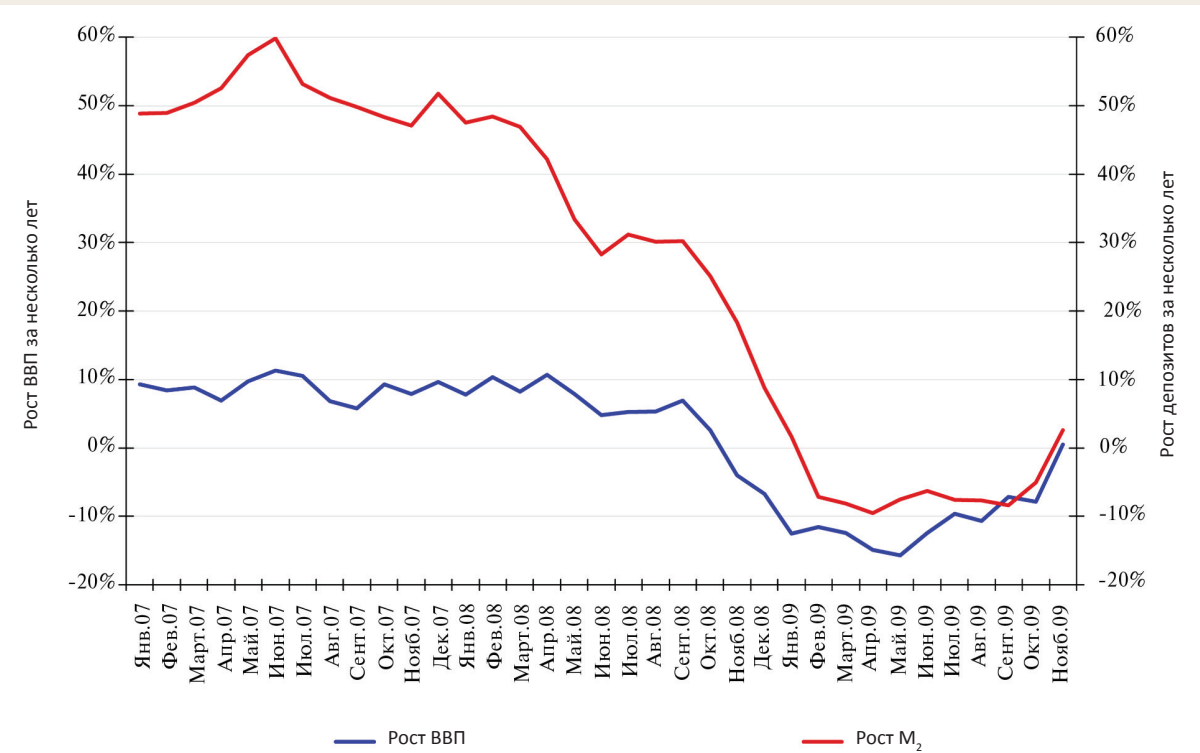
Источник: ЦБ РФ, Бюллетень банковской статистики.

Рисунок 12. Золотовалютные резервы и степень заполнения импорта



Источник: данные ЦБ РФ.

Рисунок 13. Сравнение ВВП и ликвидности



Источник: ЦБ РФ.

таким же интенсивным, как и высокий рост за несколько месяцев до этого. Степень падения, при росте за аналогичный период прошлого года в 30% к падению в -10% (рис. 12), показывает как стихийность процесса, так и объём мер, принятых ЦБ.

К действиям Центрального банка добавились меры, принятые крупнейшими коммерческими банками. Резкое сокращение M_2 (рис. 13) стало следствием абсолютного сокращения кредитов в экономике России.

На внутреннем рынке банки создали кредитный кризис, который принял форму нормирования по ценам и, как мы уже видели, нормирования по количеству.

Можно лишь гадать о реальном смысле такой стратегии, в которой денежно-кредитная политика идёт непосредственно против фискальной политики. Такая денежно-кредитная политика, несомненно, оказала отягчающее влияние на кризис, что очевидно и после анализа денежно-кредитной политики в западных странах³⁹, особенно в зоне евро⁴⁰.

Но такая ситуация вскрывает более глубокую проблему: нерешительность в реализации экономической стратегии России.

4. Кризис и модель развития России

В последние годы Россия считается страной с огромными запасами нефти и газа. Однако разнообразие экспортных позиций и структура промышленности России дают право говорить, что она несопоставима со странами, живущими исключительно за счёт доходов от экспорта нефти и газа.

Тем не менее, бесспорно, Россия, используя значительные доходы от экспорта сырья, стала жертвой особо серьёзного «голландского синдрома»⁴¹. Ситуация была усугублена политикой Центрального банка, который в этот период либерализовал

обменный курс (переход к конвертируемости за счёт капитала), в то время как процентные ставки были достаточно высокими. Давление на структуру промышленности России было особенно сильным.

Голландский синдром и участие государства. Основной, но не единственной причиной является использование компаниями внешнего долга. Более того, компании могли рассчитывать на победу на двух фронтах, в первую очередь за счёт использования более низких процентных валютных ставок, чем в рублях, а также через эффект снижения долгов, который производил ревальвацию рубля не только в реальном выражении (с 2004 г.), но и в номинальном (с 2006 г.).

Именно эта политика, служившая мощным стимулом к использованию международных финансовых рынков, была усугублена отсутствием банков в России⁴² и внутренних финансовых рынков. Эта ситуация также вынудила русские компании выбрать модели внешнего роста путём приобретения их за пределами России⁴³. В этом смысле уязвимость России по отношению к международному финансовому кризису является результатом политики Центрального банка.

Последствия были частично компенсированы действиями государства. Последнее в достаточно прагматичной и эмпирической манере реализовало промышленную политику для противодействия последствиям «голландского синдрома»⁴⁴. Поддержка, оказанная государством обрабатывающей промышленности, в частности в авиационно-космической, автомобильной и судостроительной областях, безусловно, сыграла роль в возрождении чисто русской индустриальной экономики и замедлила, но не остановила «голландский синдром». Это видно в структуре инвестиций в основной капитал (табл. 7). Кажется, что доля

³⁹ Fontana G. (2009).

⁴⁰ Bibow J. (2009).

⁴¹ Vercueil J. (2007).

⁴² Сперанская Т. (2008, 2005).

⁴³ Durand C. (2007).

⁴⁴ Sapir J. (2008д).

Таблица 7. Распределение инвестиций в основные средства, в %

Показатель	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Всего инвестиций в основные средства	100	100	100	100	100	100	100	100
Собственные средства	47,5	49,4	45	45,2	45,4	44,5	42,1	41,5
Привлечённые средства	52,5	50,6	55	54,8	54,6	55,5	57,9	58,5
В том числе:								
Банковские кредиты	2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,1	9,5	9,4
из них иностранные банки	0,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1	1,6	1,1
Кредиты нефинансовых предприятий	7,2	4,9	6,5	6,8	7,3	5,9	6	6,1
Бюджетные фонды	22	20,4	19,9	19,6	17,9	20,4	20,2	21,2
Другие государственные фонды	4,8	2,6	2,4	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5
Прочие	15,6	18,3	20,3	21,1	20,8	20,6	21,7	21,3

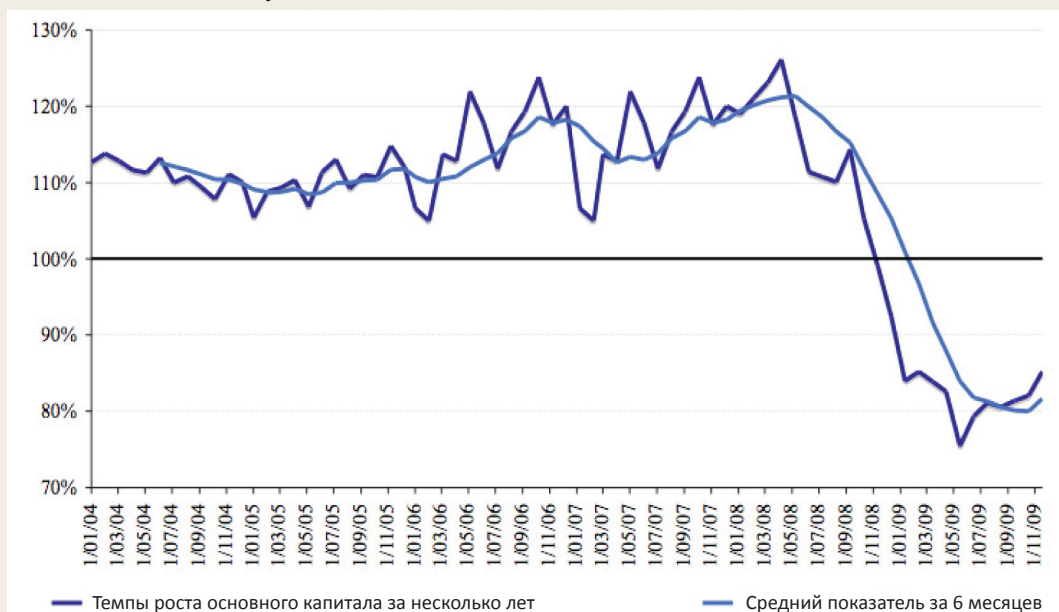
Источник: данные Росстата.

государства снизилась (с 26,8 до 21,7%). Но частично инвестирование происходит за счёт роста банковских кредитов, а также за счёт финансирования предприятий предприятиями. Общий вес государственного финансирования предприятий изменился с 33,5% в 2000 году до 31,9% в 2007 году, снижение в данном случае является гораздо менее значительным. Самофинансирование государственных предприятий лишь немногим превышает 40% от годового накопления основных средств.

Такое сильное вмешательство государства в инвестиционный процесс, безусловно, позволило увеличить основной капитал (рис. 14).

В составе вложений в основной капитал также произошли значительные изменения (табл. 8). Доля машин и оборудования значительно выросла с 2004 года. Если она снизилась в 2008 году, то это связано с резким ростом инвестиций в жильё (до 3% против 2% ВВП, увеличение на 50%), а также, весьма вероятно, с развитием федеральных про-

Рисунок 14. Инвестиции в основной капитал в России



Источник: данные Росстата.

Таблица 8. Инвестиции в основной капитал

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
<i>В миллиардах рублей</i>									
Инвестиции в основной капитал	1 165,2	1504,7	1762,4	2 186,4	2 865,0	3 611,1	4 730,0	6 716,2	8 764,9
В том числе:									
Жильё	132,0	171,5	214,5	275,8	340,8	434,3	557,2	876,3	1 235,7
Другие здания	502,2	628,4	722,7	951,0	1 200,9	1 460,2	1 935,3	2 798,4	3 881,9
Машины, оборудование, транспортные средства	426,6	527,0	663,9	811,5	1 158,2	1 484,0	1 917,5	2 612,3	3 105,3
Другое	104,4	177,8	161,3	148,1	165,1	232,7	319,9	429,2	541,9
<i>В процентах</i>									
Инвестиции в основной капитал	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:									
Жильё	11,3	11,4	12,2	12,6	11,9	12,0	11,8	13,0	14,1
Другие здания	43,1	41,8	41,0	43,5	41,9	40,4	40,9	41,7	44,3
Машины, оборудование, транспортные средства	36,6	35,0	37,7	37,1	40,4	41,1	40,5	38,9	35,4
Другое	9,0	11,8	9,1	6,8	5,8	6,5	6,8	6,4	6,2
<i>В процентах от ВВП</i>									
Инвестиции в основной капитал	16,5	16,6	16,2	16,5	16,9	16,7	17,7	20,4	21,0
В том числе:									
Жильё	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	2,1	2,7	3,0
Другие здания	7,1	7,0	6,7	7,2	7,1	6,8	7,2	8,5	9,3
Машины, оборудование, транспортные средства	6,0	5,8	6,1	6,1	6,8	6,9	7,2	7,9	7,5
Другое	1,5	2,0	1,5	1,1	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3
Источник: данные Росстата.									

грамм по здравоохранению и образованию (строительство больниц, школ и университетов) – рост с 7,2 до 9,3%, т. е. почти на 30%.

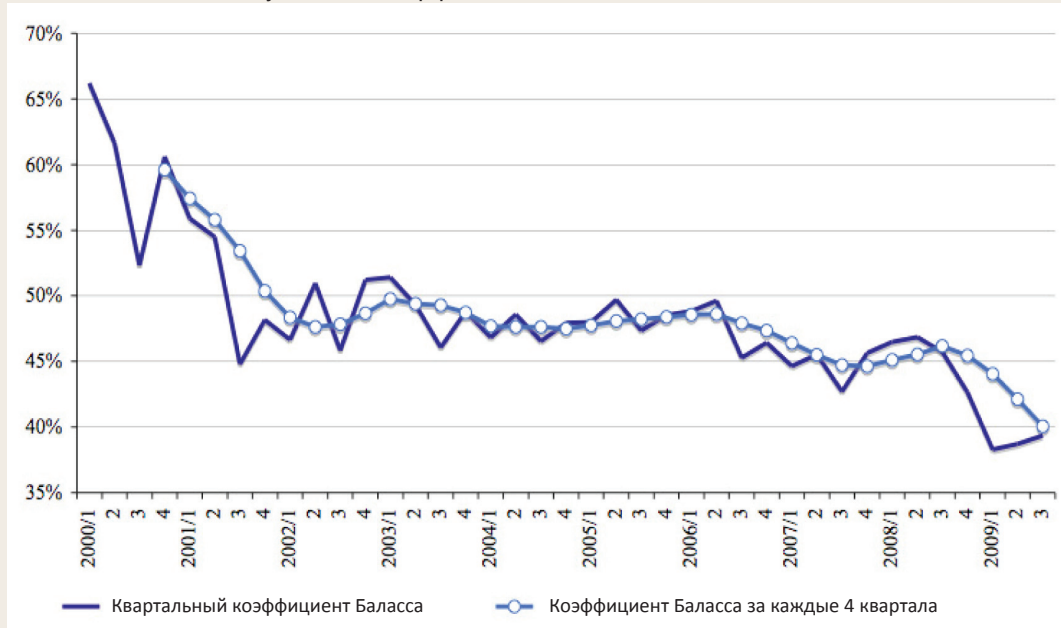
Увеличение инвестиций в оборудование особенно важно, их доля выросла с 6% от ВВП в 2000 году до 7,5% в 2008 году. Даже если все эти инвестиции не относятся к промышленности, то всё равно очевидно, что в 2002 – 2004 годах происходило спешное навёрстывание упущенного в так называемое «потерянное» десятилетие (1990-е годы).

Эти инвестиции способствовали росту производительности труда, особенно в сфере обрабатывающей промышленности (за исключением добывающей промышленности), а также в строительном секторе (табл. 9). Из этого можно сделать вывод, что российская промышленность уже не опирается на капитал советского периода. Почти 68% основных фондов созданы в период с 1999 по 2008 год, т. е. в течение 9 лет, и 50% – всего лишь за шесть лет – с 2003 года.

Таблица 9. Рост производительности труда в РФ

Отрасль	В процентах к предыдущему году						Всего за период 2003 – 2008 гг.
	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	
Производительность труда в целом	107,0	106,5	105,5	107,0	107,0	105,2	144,8
Сельское хозяйство	106,0	103,6	102,5	105,0	105,5	110,9	138,3
Добывающая промышленность	109,2	107,3	106,3	102,5	102,3	100,7	131,5
Обрабатывающая промышленность	108,8	106,3	107,1	108,1	106,5	103,7	147,9
Строительство	105,3	106,9	105,9	115,6	112,8	109,1	169,6
Источник: данные Росстата.							

Рисунок 15. Коэффициент Баласса экономики России



Источник: данные ЦБ РФ.

Инвестиционные усилия и инвестиционный состав отражают реальное обновление основного капитала, которое состоялось в период между 2002 и 2008 годами, хотя он по-прежнему остаётся недостаточным с точки зрения российского руководства.

Эта политика была достаточно успешной, судя по относительной стабилизации и снижению коэффициента Баласса (рис. 15), который рассчитывается на основе данных потока внешней торговли (импорт плюс экспорт) в процентах от ВВП. Тот факт, что рост цен на сырьевые товары сопровождается стабилизацией этого показателя, свидетельствует о том, что национальная экономика растёт так же быстро (если не быстрее), как и объём внешнеторговых потоков⁴⁵.

Такая политика объясняется в значительной мере условиями, выдвигаемыми Россией для вступления во Всемирную торговую организацию, в частности желанием

⁴⁵ На рисунке 15 видно снижение этого коэффициента, но оно в большей степени характерно для переоценки номинального курса обмена рубля.

видеть признанным Таможенный союз, который она заключила с Беларусью и Казахстаном⁴⁶.

Станет ли Россия международным финансовым центром? Политика, которую мы только что описали, имеет ещё один аспект. Он связан с тем, что российское руководство с начала 2008 года пытается сделать страну финансовым лидером на региональном и мировом уровнях.

Впервые эта тема поднималась Алексеем Кудриным в начале 2008 года. Более того, такие проекты уже обсуждались специалистами летом 2007 года. Ясно, что Россия выражает обеспокоенность по поводу стоимости своих активов, которые находятся частично в долларах и частично в евро. Вследствие того что эти валюты были подвержены резким колебаниям, Россия хочет использовать более стабильный стандарт стоимости.

Весной 2009 года Россия официально предложила изменить специальные права на получение валюты в долларах и провести реформу МВФ. По этим предложениям

⁴⁶ РИА-Новости (2009в).

Таблица 10. Переводы денег
гражданами из России в 2008 году

Страна	Сумма, в млрд. долларов	В %
Узбекистан	2,978	22
Таджикистан	2,516	18
Украина	1,690	12
Армения	1,249	9
Киргизия	1,157	8
Молдова	1,114	8
Азербайджан	0,887	6
Грузия	0,683	5
Китай	0,473	3
Казахстан	0,187	1
Другие	0,772	6
Всего	13,707	

Источник: данные ЦБ РФ.

Россия получила поддержку со стороны Китая⁴⁷. Позиция Китая была замечена финансовыми операторами⁴⁸. Две страны, которые накопили большие объёмы валютных резервов (около 440 миллиардов долларов в России и более чем 1,9 трлн. в Китае), не желают, чтобы международная резервная валюта принадлежала одной стране. Идея создания из рубля региональной резервной валюты кажется весьма привлекательной.

Превосходство России над её ближайшими соседями, а также над «вновь присоединившимися» к Европейскому Союзу и было замечено операторами на финансовом рынке⁴⁹. Это, несомненно, вызывает удовлетворение в Москве и укрепляет веру некоторых российских политиков в то, что страна является финансовым центром если не на глобальном, то, по крайней мере, на региональном уровне.

К этому надо добавить важность денежных переводов из России, в том числе от рабочих-мигрантов, в соседние страны. Данные *таблицы 10* отображают цифры, зарегистрированные различными механизмами передачи денег. Они включают в себя

данные о наличных суммах, а также о стоимости потребительских товаров, которые приобретаются в России для продажи на местных рынках⁵⁰.

Воздействие на экономику соседних стран весьма значительно, и это подтверждает идею о том, что влияние России на своих соседей намного превосходит простые торговые отношения⁵¹ и что рубль может стать валютой регионального резерва, по крайней мере, в некоторых странах СНГ. Текущая неопределённость, которая сказывается как на долларе, так и на евро, может только укрепить веру российских властей в это.

Можно сделать вывод, что относительная стабилизация валютного курса, которая наблюдалась до кризиса, благоприятно повлияла на экономику России. Однако этих результатов, по крайней мере, что касается стабилизации рубля, можно было бы достичь по-разному, не обязательно находясь в противоречии с движением долгосрочного капитала.

В действительности, независимо от влияния текущей денежно-кредитной политики на финансовые рынки, можно поставить под сомнение её эффективность в долгосрочной перспективе, если существует неопределённость её влияния на скорость роста и внутреннюю жизнь.

С этой точки зрения противоречие между политикой, ориентированной на внутреннюю деятельность, и стремлением России к установлению международного финансового могущества, кажется, парализовало правительство в период кризиса 2008 – 2009 годов.

В этом смысле Россия в большей степени самостоятельно вовлекла себя в кризис. Причём одной из главных причин стало значительное снижение кредитования с конца 2008 до осени 2009 года. Хотя

⁴⁷ РИА-Новости (2009, 2009б).

⁴⁸ Yamping L. (2009); Stanton E. (2009).

⁴⁹ Cochrane L. (2009).

⁵⁰ Эксперты ЦБ РФ оценивают неподсчитанные потоки от 60 до 100% от подсчитанных потоков.

⁵¹ Alturki F., Espinosa-Bowen J., Ilahi N. (2009).

Центральный банк и исполнял свою роль, ежедневно снабжая некоторые банки ликвидностью, это было сделано в контексте повышения процентных ставок. Кроме того, отсутствие структуры межбанковского рынка привело к значительному сокращению позитивного воздействия этих мер. Учитывая тот факт, что надзор за банками осуществляется Центральным банком, можно сделать вывод, что его пассивные действия в организации межбанковского рынка и неэффективная реакция на сокращение выдачи кредитов банками только увеличивали его

ответственность за процесс уменьшения кредитования. Наличие противоречивых целей в экономической стратегии, а также неспособность правительства расставить приоритеты привели к вытекающим отсюда последствиям.

Россия испытала год экономического спада, в большей степени связанного с внешними причинами, но частично являющегося и результатом внутренних причин. Страна будет выходить из кризиса настолько легко и быстро, насколько ей удастся соединить свои финансовые амбиции с логикой внутреннего развития.

Bibliographie

1. Alturk F., Espinosa-Bowen J., Ilahi N. (2009). How Russia Affects the Neighborhood: Trade, Financial and Remittance Channels // Working Paper WP/09/277, Fonds Monétaire International, Washington DC.
2. Arestis P., Sawyer M. (2008). A Critical Reconsideration of the Foundation of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework // Cambridge Journal of Economics, Vol. 32, №5, Pp. 761-779.
3. Artus P. (2006). Quels risques pèsent sur les salaires européens? // Flash-Economie №2006-153, 11 April 2006, IXIS, Paris.
4. Artus P. (2004). Pourquoi l'ouverture aux échanges semble être défavorables dans certains cas? // Flash-Economie №2004-53, 17 February 2004, CDC-IXIS, Paris.
5. Baker D., K. Walentin. (2001). Money for Nothing: The Increasing Cost of Foreign Reserve in Developing Nations // Center for Economic Policy and Research, Washington, D.C.
6. Bernanke B.S. (2002). Deflation: Making Sure "it" doesn't Happen Here. Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
7. Bibow J. (2009). The Euro and Its Guardian of Stability: The Fiction and Reality of the 10th Anniversary Blast // Working Paper №583 / The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, November.
8. Bivens J. (2007). Globalization, American wages, and Inequality // EPI Working Paper, 6 September 2007, Washington DC.
9. Blanchard O. (2008). The State of Macro // NBER Working Paper Series. №14259 / National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
10. Buiter W. (2009). The return of capital Controls // in VoxEU, 20 February 2009, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3104>.
11. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C.M. (1994). The capital Inflow Problem: Concept and Issues // Contemporary Economic Policy, Vol. XII, Pp. 54-66.
12. Canzoneri M., Cumby R.E., Diba B., Lopez-Salido D. (2008). Monetary Aggregates and Liquidity in a Neo-Wicksellian Framework // NBER Working Paper Series, №14244 / National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
13. Central Bank of the Russian Federation. (2008). Guidelines for the Single State Monetary Policy in 2009 and for 2010 and 2011 // Document approved by the Board of Directors, 17 October 2008, Moscow.
14. Central Bank of the Russian Federation. (2007). Guidelines for the Single State Monetary Policy in 2008 // Document approved by the Board of Directors, 18 June 2007, Moscow.
15. Cifuentes R., Ferruci G., Song Shin H. (2005). Liquidity Risk and Contagion // Journal of the European Economic association, Vol. 3, № 2-3, April-May 2005, Pp. 556-566.
16. Clarida R., Gali J. Gertler M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective // Journal of Economic Literature, Vol. 37, №4, 1999, Pp. 1161-1707.
17. Clenfield J. (2009). Japan Economy Shrank 14.2% Last Quarter on Exports (Update2) // Bloomberg, 11 Yuin 2009, URL: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601068&sid=arcluzVNj_QM.
18. Cochrane L. (2009). Downgrades Loom for Hungary, Poland, Czech Bonds, Yields Show // Bloomberg, 18 Février 2009, URL: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aVAhIacV3mpg&refer=home>.

19. Coibion O. (2006). Inflation Inertia in Sticky Information Models // *Contributions to Macroeconomics*, Vol. 6, №1, 2006.
20. Conrad C., Karanasos M. (2005). Dual Long Memory in Inflation Dynamics across Countries of the Euro Area and the Link between Inflation Uncertainty and Macroeconomic Performance // in *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, Vol. 9, №4, November 2005 (published by The Berkeley Electronic Press: <http://www.bepress.com/snede>).
21. Durand C. (2007). Pourquoi les firmes métallurgiques russes s'internationalisent-elles? Une perspective institutionnelle et systémique // in *Revue d'études comparatives est-ouest*, Vol. 38, №1, Mars 2007, Pp. 151-194.
22. Dornbusch R. (1998). Capital Controls: an Idea whose Time is Past // in *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?* Princeton Essays in International Finance №207, May 1998, Princeton (NJ), Princeton University.
23. Feldstein M. (1999). A self-Help Guide for Emerging Markets // *Foreign Affairs*, March–April 1999.
24. Fongenie C.A. (2005). A Note on Fisher's Equation and Keynes's Liquidity Hypothesis // *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 27, №4, 2005, Pp. 621-632.
25. Fontana G. (2009). The 'Unemployment Bias' of the New Consensus View of Macroeconomics / P. Arestis, J. McCombie (eds) // *Unemployment: Past and Present*, London-Basingstoke, Palgrave Macmillan.
26. Fullwiler S.T., Allen G. (2007). Can the FED target Inflation? Toward an Institutional Approach // *Journal of Economic Issues*, Vol. 41, №2, 2007, Pp. 485-494.
27. Galbraith J.K. (2008). The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus. Policy Note 2008/1, Annandale-on-Hudson (N.Y.), The Levy Economics Institute of Bard College.
28. Goodfriend M., King R.G. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy / B.S. Bernanke, J.J. Rotemberg (eds) // *NBER Macroeconomic Annual, 1997*, MIT Press, Cambridge, MA.
29. Goodhart C.A.E. (2008). The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face facts. Paper presented to the 12th Conference of the Research Network macroeconomics and Macroeconomic Policy, Berlin, Germany, October 31st – November 1st, 2008.
30. Goodhart C.A.E. (2005). The Foundation of Macroeconomics: Theoretical Rigour versus Empirical realism. Paper presented at the Conference on the History of Macroeconomics, Louvain-la-Neuve, Belgium, Janvier.
31. Goodhart C.A.E., Tsomocos D.P. (2007). Analysis of Financial Stability // Working Paper 2007 FE04, Oxford UK, Oxford Financial Research Center.
32. Greenspan A. (1999). Currency Reserves and Debt. Remarks Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management, Washington, D.C., 29 April, 1999.
33. Hahn F. (1971). Professor Friedman's Views on Money // *Economica*, Vol. 38, №1, 1971, Pp. 61-80.
34. Hahn F. (1980). Monetarism and Economic Theory // *Economica*, Vol. 47, №1, 1980, Pp. 1-17.
35. Humber Y., Kolesnikova M. (2009). Putin's Oligarch' Juggles Loyalty to Moscow With Foreign Banks // Bloomberg, 15 Juin 2009, URL: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=alAmru1.Nz7A>.
36. Hutchison M.N., Noy I. (2002). Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow reversals and Output Loss in Emerging markets // Economic Policy Research Unit, Institute of Economics, University of Copenhagen, 2002.
37. Kam E., Smithin J. (2004). Monetary Policy and Demand Management for the Small Open Economy in Contemporary Conditions with (perfectly) Mobile Capital // *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 26, №4, Pp. 679-694.
38. Kaminsky G.L., Reinhart C.M., Végh C.A. (2004). When it Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. Paper prepared for the NBER 19th Conference on Macroeconomics, August 13th, 2004, IMF, Washington DC.
39. Le Heron E., Carré E. (2006). Credibility versus Confidence in Monetary Policy / L.R. Wray, M. Forstater (eds.) // *Money, Financial Instability and Stabilization Policy*, Cheltenham, Edward Elgar, 2006.
40. Minsky H.P. (1982). Debt-Deflation Process in Today's Institutional Environment // *Banco Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, December 1982.
41. Minsky H.P. (1981). Financial Markets and Economic Unstability: 1965 – 1980 // *Nebraska Journal of Economics and Business*, Vol. 20, №4, 1981, Pp. 5-16.
42. Nishiyama S.I. (2003). Inflation Target as a Buffer against the Liquidity Trap. IMES Discussion Paper № 2003-E-8, Institute for Monetary and Economic Studies – Bank of Japan, Tokyo, 2003.
43. O'Brien E., Cochrane L., (2009). Russia Tops Stock Gains, Strengthening Putin as Ukraine Tumbles // Bloomberg, 2 Mars.
44. Papadimitriou D., Wray L.R. (2007). Targeting Inflation: The Effect of Monetary Policy on the CPI and its Housing Component // *Public Policy Brief №27*, Annandale-on-Hudson, (NY), The Levy Economics Institute of the Bard College.
45. Randall Wray L. (2007). A post-Keynesian View of Central Bank Independence, Policy targets and the Rules-versus-Discretion Debate // Working Paper №510, The Levy Economics Institute, Annandale on Hudson, Août.
46. РИА-Новости. (2009). China would consider measure toward a new international currency // Beijing, 23 Mars, URL: <http://en.rian.ru/world/20090323/120689432.html>.
47. РИА-Новости. (2009). China supports Russi // Beijing, 24 Mars 2009, URL: <http://en.rian.ru/business/20090324/120703288.html>.

48. РИА-Новости. (2009в). Russia, Belarus, Kazakhstan seek to join WTO as customs bloc // 11 Juin 2009, 12^h30.
49. Rodrik D. (1998). Who needs capital Account Convertibility? // in Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Princeton Essays in International Finance №207, Princeton (NJ), Princeton University.
50. Rodrik D. (2006). The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // International Economic Journal, Vol. 20, №3, Pp. 253-266.
51. Rodrik D. (2008). The Real-Exchange Rate and Economic Growth // Working Paper, The John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge (MA).
52. Sapir J. (2008) [Possibilités et risques d'un « havre de stabilité »] in Rossiya v Global'noj Politike, №2, Mars—Avril 2008, URL: <http://www.globalaffairs.ru/numbers31/9482.html>.
53. Sapir J. (2008б). Évaluation de l'impact de la hausse de la liquidité dans l'économie russe sur l'inflation. Document du séminaire franco-russe, Paris, Juillet 2008, miméo.
54. Sapir J. (2008в). Évaluation de l'impact de la hausse de la liquidité dans l'économie Ukrainienne sur l'inflation. Note de Recherche CEMI-EHESS, CEMI-EHESS, Paris, août 2008.
55. Sapir J. (2008г). The new Russian Industrial policy: back to USSR or pragmatic adjustment? Texte de la conférence «Industrial Policy» co-organisée par le CSID et le DTI à l'Université de Witwatersrand, Juin.
56. Sapir J. (2008д). Une décade prodigieuse. La crise financière entre temps court et temps long // Revue de la régulation, №3, 2^{ème} semestre 2008, Varia, [En ligne], mis en ligne le 30 Septembre 2008, URL: <http://regulation.revues.org/document4032.html>.
57. Sapir J. (2006). Каким должен быть уровень инфляции? (О значении давних дискуссий для определения сегодняшней стратегии развития России) // Журнал «Проблемы прогнозирования», 2006, №3, С. 11-22.
58. Sapir J. (2006б). Articulation entre inflation monétaire et inflation naturelle: un modèle hétérodoxe bi-sectoriel. Présenté à la 32^{ème} session du séminaire franco-russe à Stavropol.
59. Speranskaia T. (2008). Le rôle des institutions financières dans le développement régional. Quel avenir pour les petites banques régionales russes // Numéro spécial Russie, AcComEx, Septembre.
60. Speranskaia T. (2005). Les enjeux de la croissance économique russe et les sources de son financement // AcComEx, Chambre de commerce et d'industrie de Paris, №65, Septembre—Octobre.
61. Stanton E. (2009). U.S. Stocks, Dollar Decline on China Calls for World Currency // Bloomberg, 26 Juin 2009, URL: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=acf9apQ_dc1A.
62. Stiglitz J.E. (1989). Toward a general Theory of Wage and Price Rigidities and Economic Fluctuations // in American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 79, №2, 1989, Pp. 75-80.
63. Sweeney R.J. (1997). The Information Cost of Capital Controls / Ries Hekman C., R.J. Sweeney (eds) // Capital Controls in Emerging Economies, Boulder, CO, Westview Press, 1997.
64. Tymoigne E. (2007). Fisher's Theory of Interest Rates and the Notion of 'real': a Critique // Working Paper №483 / Annandale-on-Hudson, (N.Y.), The Levy Economics Institute of Bard College, 2007.
65. Vercueil J. (2007). Changement institutionnel, ouverture économique et arriération technologique: la Russie en transition, in Lafaye de Micheaux E., Mulot E., Ould-Ahmed P. (dir.): Institutions et Développement, Presses Universitaires de Rennes.
66. Weber A., Lemke W., Worms A. (2008). How Useful is the Concept of the Natural Real Rate of Interest for Monetary Policy // Cambridge Journal of Economics, Vol. 32, №1, 2008, Pp. 49-63.
67. Yamping L. (2009). China 'Super Currency' Call Shows Dollar Concern (Update1) // Bloomberg, 24 Mars 2009, URL: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aiS1BUOMzWdw&refer=home>.