

ФЕДЕРАЛЬНОЕ СОБРАНИЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ДУМА

Валютное регулирование  
и денежно-кредитная политика  
Центрального банка Российской Федерации

Материалы «круглого стола» фракции  
Политической партии СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ

Издание Государственной Думы  
Москва • 2017

УДК 336.711(470)  
ББК 65.262  
В16

**Под общей редакцией:**  
заместителя руководителя  
фракции «СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ» в Государственной Думе,  
первого заместителя председателя Комитета Государственной Думы  
по государственному строительству и законодательству,  
канд. юрид. наук, заслуженного юриста Российской Федерации  
**М. В. Емельянова;**

советника заместителя руководителя фракции «СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ»,  
члена экспертных советов Комитета Государственной Думы  
Российской Федерации по экономической политике, промышленности,  
инновационному развитию и предпринимательству,  
канд. эконом. наук, академика РАН  
**К. Н. Андрианова**

В16     **Валютное регулирование и денежно-кредитная политика Центрального банка Российской Федерации.** Материалы «круглого стола» фракции Политической партии СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ. – М.: Издание Государственной Думы, 2017. – 80 с.

Предназначено для представителей органов государственной власти, преподавателей, учёных, экспертов, практических специалистов в области государственного регулирования экономики и государственной экономической политики.

УДК 336.711(470)  
ББК 65.262

© Аппарат Государственной Думы, 2017

## СОДЕРЖАНИЕ

Вступительное слово М. В. Емельянова . . . . .	4
Выступления участников «круглого стола»	
К. И. Андрианов . . . . .	9
К. В. Юдаева . . . . .	13
В. К. Гартунг . . . . .	20
А. В. Перчян . . . . .	21
П. В. Бадасен . . . . .	23
В. С. Осьмаков . . . . .	25
К. А. Бабкин . . . . .	28
В. В. Гераскин . . . . .	30
С. А. Пенкин . . . . .	32
А. В. Захаров . . . . .	34
Д. А. Митяев . . . . .	35
М. В. Ершов . . . . .	37
А. А. Широв . . . . .	48
М. Ю. Головнин . . . . .	51
В. Ф. Шаров . . . . .	55
С. А. Толкачев, А. Ю. Тепляков . . . . .	62
М. А. Абрамова . . . . .	66
С. Е. Дубова . . . . .	68
Заключительное слово К. В. Юдаевой . . . . .	70
Проект резолюции «круглого стола» . . . . .	74

**Материалы «круглого стола» на тему  
«Валютное регулирование и денежно-кредитная  
политика Центрального банка Российской Федерации»  
фракции политической партии «СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ»**

**Москва, Государственная Дума  
7 июня 2017 года**

**Председательствовал  
заместитель руководителя фракции «СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ»  
в Государственной Думе, первый заместитель председателя  
Комитета Государственной Думы по государственному  
строительству и законодательству, канд. юрид. наук,  
аслуженный юрист Российской Федерации  
М. В. Емельянов**

**Советник заместителя руководителя  
фракции «СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ», член экспертных советов  
Комитета Государственной Думы по экономической политике,  
промышленности, инновационному развитию  
и предпринимательству, канд. экон. наук, академик РАН  
К. Н. Андрианов**

**Вступительное слово заместителя руководителя фракции  
«СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ» в Государственной Думе  
Федерального Собрания Российской Федерации  
М. В. Емельянова**

Центральный банк Российской Федерации оказывает очень большое влияние на наше экономическое развитие, хотя формально Банк России не отвечает за рост экономики, но мы понимаем, что его влияние достаточно сильно на эти процессы. И я знаю, что в обществе есть много вопросов к Центральному банку Российской Федерации, есть вопросы к его денежно-кредитной политике, политике валютного курса, устойчивое убеждение, по крайней мере, значительной части бизнес-сообщества, промышленников о том, что ключевая ставка неоправданно завышена, что рост курса рубля,



**Выступление модератора «круглого стола»  
М. В. Емельянова**

наметившийся в последнее время, негативно скажется на конкурентоспособности наших предприятий, что следствием этого будет не рост, а падение доходов нашего населения.

После девальвации наша экономика получила очень серьёзные конкурентные преимущества в части производства. Наши товары становятся конкурентоспособными даже на рынке Китая. Но, на наш взгляд, именно денежно-кредитная политика наряду с жёсткой политикой Минфина России по сжатию потребительского спроса являются двумя факторами, которые тормозят экономическое развитие. И вместо экономического подъёма, который мог бы быть, у нас экономический спад.

Помимо прочего, вызывает сомнение и надзорная политика Банка России. За 5 лет отзывали 300 лицензий, практически у трети банков. Не слишком ли?

Я и «СПРАВЕДЛИВАЯ РОССИЯ» принципиально не согласны с той политикой, которую проводит Банк России, особенно денежно-кредитной. Мы выступаем против таргетирования инфляции как главной её цели.

Нынешний уровень инфляции не может быть предметом гордости Банка России. Достижение уровня инфляции в пределах 4 % – эфемерный успех его политики. Он не отражает «здоровья» российской экономики и не может длиться долго. Любые внешние

воздействия, например, повышение учётной ставки Федеральной резервной системы США, или введение новых санкций приведут к очередному бегству иностранного спекулятивного капитала и новой девальвации. То есть, достигнутые 4 % инфляции – это карточный домик на песке. Макроэкономическая стабильность не опирается на фундаментальное здоровье экономики. Кроме того, показатель в 4 % инфляции достигнут слишком дорогой ценой: путём беспрецедентного сжатия потребительского спроса и возможности кредитования экономики и, как следствие, падения ВВП и реальных доходов населения. За два года доходы россиян упали на 13 % или более 6 триллионов рублей. В скобках заметим, что падение было не у всех, у фигурантов списка «Forbes» доходы увеличились на 5,7 триллиона рублей.

По нашему мнению, я имею в виду мнение «СПРАВЕДЛИВОЙ РОССИИ», всё-таки главный фактор, провоцирующий инфляцию, ...немонетарный, это регулируемые тарифы естественных монополий, девальвационный эффект. И бороться с немонетарной инфляцией монетарными методами – тупиковый путь.

В такой достаточно сложной экономике как российская, политика Банка России должна иметь широкий комплекс целей, в том числе и прежде всего экономический рост. А как раз с точки зрения экономического роста высокая ключевая ставка и укрепляющийся рубль депрессивно влияют на обрабатывающие производства.

Эльвира Сахипзадовна Набиуллина дала такой для нас не очень оптимистический прогноз, что может быть, если инфляция будет 4 %, через 2–3 года ключевая ставка будет порядка 6. Ну, это не очень оптимистично. Я думаю, промышленники меня поддержат.

Неоправданно высокая ключевая ставка и наметившийся рост курса рубля свели на нет те преимущества, благодаря которым могли бы ожить российские обрабатывающие производства. К сожалению, промышленный бум, который возник после кризиса 1998 года, сейчас не повторился. Высокая ключевая ставка и рост курса рубля стали теми молотом и паковальней, которые раздавили возможность экономического роста после девальвации. С экономической точки зрения, да и с позиции здравого смысла, очень сложно объяснить: как при существующей инфляции чуть больше 4 %, ключевая ставка находится на уровне 9 %.

В то же время, у этой политики есть свои, как модно сейчас говорить, бенефициары. Эта политика, прежде всего, выгодна международным финансовым игрокам, а также той части российского

бизнеса, которая обслуживает их интересы на рынках нашей страны. Высокая ключевая ставка является определяющей для прибыльности активов фиксированной доходности. При этом, дополнительную выгоду даёт укрепление рубля. То есть эта политика проводится, хочет или не хочет того руководство Банка России, в интересах международных валютных спекулянтов. Но приоритетом Банка России должно быть развитие отечественных промышленности и сельского хозяйства, повышение благосостояния граждан, а не забота о сохранении доходов международных финансовых игроков.

Мы понимаем сложность и рискованность одномоментного снижения ключевой ставки, которое может спровоцировать обвалный отток капитала со стороны иностранных инвесторов и как следствие – новую девальвацию рубля и рост инфляции. Но вместе с тем, неоправданно высокая ключевая ставка и завышенный курс рубля привлекают мировых финансовых спекулянтов, надевающих очередной финансовый пузырь. Активный приток спекулятивного капитала создаёт не меньшие риски девальвации и инфляции, чем однократное снижение ключевой ставки.

Но ситуация небезальтернативна. Мировой практике известны меры по регулированию движения «горячих» денег. Применение этих мер в России позволило бы стабилизировать валютный курс и снизить ключевую ставку, и тем самым, повысить доступность кредитных ресурсов, а, следовательно – стимулировать экономический рост. Мы



Президиум «круглого стола»

выступаем за принятие Центральным банком Российской Федерации решительных мер валютного регулирования и контроля для ограничения движения спекулятивного капитала, так как пока финансовая система страны открыта всем «валютным ветрам», нельзя достигнуть ни финансовой стабильности, ни экономического роста.

Однако, это уже вопрос политический. Не только руководству Центрального банка Российской Федерации, но и людям, принимающим стратегические решения в нашей стране, пора ответить на вопрос, в чьих интересах должна проводиться экономическая политика в России. В интересах реального сектора экономики, обрабатывающих отраслей, национального бизнеса или в пользу международных валютных спекулянтов и компрадорского капитала, обсуждающего их в России?!

Пора сделать политический выбор в экономике. Надо перестать быть в заложниках у мировых валютных спекулянтов, перестать бояться вводить эффективные меры валютного регулирования и контроля. А во главу угла поставить интересы отечественных промышленности и сельского хозяйства, и благосостояние наших граждан!

Вместе с тем, после введения США новых антироссийских санкций нам абсолютно необходимо сокращение зависимости от американских платёжных систем и доллара как расчётной валюты. К тому же, сделать это абсолютно реально, если изменить саму парадигму экономической политики.

Если говорить о платёжной системе, то здесь нужны чисто административные, волевые шаги по внедрению новой платёжной системы «Мир» и по ограничению хождения Visa и Mastercard, вплоть до полного их запрета. Кроме того, надо внимательно посмотреть на рынок аудиторских услуг: когда там господствуют американские компании, это тоже не дело.

Считаю, что при наличии политической воли все эти шаги могут быть сделаны. И вопрос тут не столько в экономике, сколько в политике, в том, готова ли наша элита к резкому изменению экономического курса в пользу реального сектора экономики.

конечно, это акселератор внешних шоков. Мы имели именно тот всплеск и инфляции и, так сказать, рецессий и всего прочего именно благодаря переходу к этому курсообразованию (свободному, плачущему. – Прим. ред.).

Поэтому, подводя итоги, отмечу: мне кажется, что действительно ничто не мешает сейчас снизить ключевую ставку в два раза, чтобы были публично заявлены процентные правила. То есть инфляция, плюс, скажем, 1–1,5 %, но никак не 5 и не 4 %, это убивает. Это просто прямое перераспределение в пользу ...трейдеров и прочих финансовых, так сказать, игроков добавленной стоимости, которая в экономике создаётся.

Соответственно должны быть заявлены публичные правила курсовой политики. И, конечно, должен быть другой режим валютного регулирования. 2 триллиона рублей Банк России дал коммерческим банкам, и они все эти деньги вынесли, так сказать, на валютную биржу. И курс рубля, прекрасно понимая, что делает Банк России, в два раза оттаргетировал.

Так что если мы не изменим это, то у нас, конечно, не будет, на мой взгляд, экономического роста, не то, что выше среднемирового, а вообще его не будет. Просто потому, что мы вычитаем этот экономический рост средствами, в том числе денежно-кредитной политики и потом говорим, что какие-то модели потенциального выпуска нам не дают, так сказать, рasti. На самом деле эту структуру задаёт текущая макроэкономическая и в том числе денежно-кредитная политика. Стоимость денег является одним из важных эндогенных параметров.

**М. В. ЕРШОВ,**

главный директор по финансовым исследованиям

Института энергетики и финансов,  
профессор департамента мировой экономики  
и мировых финансов ГБУВО «Финансовый университет  
при Правительстве Российской Федерации»,  
д-р эконом. наук

## О неиспользуемых возможностях по улучшению качества экономического роста в Российской Федерации

Перед российской экономикой ставится важная задача: на рубеже 2019–2020 годов темпы роста отечественной экономики должны превышать мировые. Об этом говорил Президент России В. В. Пу-



Выступление М. В. Ершова (на фото в середине)

тин весной 2017 года<sup>3</sup>. Очевидно, для достижения столь амбициозных задач необходимо использовать все существующие экономические механизмы (в первую очередь, денежно-кредитные и бюджетные), которые сделают такой рост возможным. В то же время в России, по мнению Мирового банка, «жёсткая фискальная и денежно-кредитная политика давят на экономический рост»<sup>4</sup>. Представляется, однако, что у нашей экономики есть необходимый потенциал для обеспечения устойчивого и долгосрочного развития.

### О процентных ставках

Несмотря на неоднократное снижение ключевой ставки за последний год, уровень реальных процентных ставок в Российской Федерации по-прежнему остаётся на высоком уровне (рис. 1). Это, естественно, является барьером, тормозящим приток денежных средств в реальную экономику. В таких условиях начинает складываться качественно иная ситуация так называемого структурного профицита ликвидности, то есть избытка финансовых средств в банковском секторе, когда имеющиеся свободные средства не идут в экономику и не востребованы в ней.

<sup>3</sup> <http://tass.ru/pmef-2017/articles/4303887>.

<sup>4</sup> World Bank. Global Economic Prospects. June 2016. P. 110.

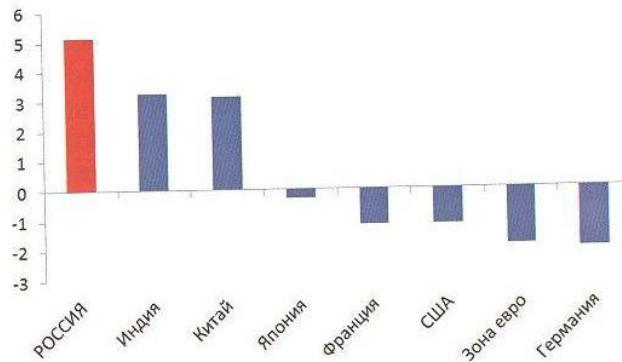


Рис. 1. Реальные основные процентные ставки центральных банков (март – апрель 2017 года, %)

Источники: по данным центральных банков соответствующих стран

И причины указанного профицита не только в расходах Резервного фонда, как это обычно объясняется. Профициту способствует как запретительно высокий уровень процентных ставок, так и существенное сжатие внутреннего спроса (в том числе из-за девальвации рубля), что делает средства маловостребованными, либо труднодоступными (либо и то, и другое) для населения и бизнеса. Многие отрасли просто не могут себе позволить взять деньги по такой цене.

В таких условиях вызывали недоумение рекомендации миссии МВФ для России: «Для выполнения установленного Банком России на 2015 год целевого показателя по инфляции ... Банку России следует быть готовым в течение следующего года дополнительно повысить процентные ставки»<sup>5</sup>. При этом для США МВФ предупреждал: «Преждевременное повышение ставок может вызвать ужесточение финансовых условий или расшатывание финансовой стабильности, что будет препятствовать росту экономики»<sup>6</sup>. Такие оценки звучат уже более понятно.

Также вызывает недоумение, что Банк России выражает обеспокоенность относительно уменьшения структурного дефицита ликвидности в банковском секторе и возникновения её профицита и предпринимает меры, «направленные на ограничение

<sup>5</sup> МВФ. Российская Федерация – Консультации 2014 года в соответствии со статьей IV. 30.04.2014. С. 3.

<sup>6</sup> 2015 Article IV Consultation with the United States of America Concluding Statement of the IMF Mission. 28.05.2015.

снижения структурного дефицита<sup>7</sup>, абсорбируя ликвидность из экономики посредством использования таких механизмов как депозиты в Банке России, а также облигации Банка России<sup>8</sup>. Получается, что вместо того, чтобы содействовать нормализации ситуации с уменьшением нехватки ликвидности, Банк России напротив этот процесс намерен сдерживать. Более того, в целом вместо того, чтобы создавать условия для направления свободных средств на приоритетные цели в экономике, средства, по сути, будут стерилизоваться и выводиться из экономики, замыкаясь в финансовой сфере.

Похожая проблема сложилась и в других странах. И там в настоящее время финансовые ресурсы очень неохотно идут в реальный сектор. Однако их регуляторы для стимулирования кредитования, оживления экономики и доведения финансовых ресурсов до реального сектора применяется широкий набор мер. В частности, центральные банки снижают процентные ставки до минимальных значений, и даже часто до уровня ниже темпов инфляции. А центральные банки для увеличения предсказуемости на рынке ещё и объявляют ставку заранее на несколько лет вперёд (как это было в США и в ЕС).

Что касается поступления средств в реальный сектор, то интересен недавний пример ЕЦБ (2016 год), когда регулятор по своим длинным механизмам рефинансирования (TLTRO, на 4 года) в случае направления средств коммерческими банками в реальный сектор даже ввели отрицательные ставки. Это, по сути, означает, что не банки платят регулятору за взятые у него средства на рефинансирование, а наоборот – регулятор доплачивает банкам в случае направления ими средств на обозначенные цели в реальный сектор. Наверное, следовало бы подумать, в какой мере подобные подходы могут быть эффективны для нас.

В Великобритании продолжает действовать программа Funding for lending, которая направлена на удешевление кредитования нефинансовых секторов экономики. По программе средства предоставляются реальному сектору по ставке ниже рыночной и на длительный период.

Укажем при этом, что, хотя в странах зоны евро отмечаются низкая инфляция, она не является стимулом роста экономики и регу-

<sup>7</sup> Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов. С. 31.

<sup>8</sup> Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов. С. 32.

ляторам приходится использовать дополнительные рычаги (и даже «дооплачивать» инвесторам), чтобы подтолкнуть их к инвестициям в реальную экономику.

В целом отметим, что как для стран с высокой инфляцией, так и для стран с низкой инфляцией снижение процентной ставки одинаково играет смягчающую роль и одинаково расширяет возможности развития бизнеса; поэтому довод, что российской экономике с более высокой инфляцией этот механизм использовать не следует, представляется некорректным.

Вновь подчеркнём, что низкая инфляция в странах зоны евро не является гарантией роста экономики и там приходится использовать дополнительные рычаги для направления средств в экономику.

При этом вызывает вопросы оценка Банка России, когда им подчёркивается, что «чем выше дефицит, тем жёстче денежно-кредитная политика», и «...когда мы видим дефицит бюджета, финансирование через резервные фонды, избыток ликвидности, Банк России должен либо абсорбировать эту ликвидность, либо держать высокие процентные ставки»<sup>9</sup>.

Тем не менее, подчеркнём, что во многих ведущих экономиках мира наблюдается прямо обратная картина – когда устойчивый бюджетный дефицит отмечается наряду с минимальными значениями процентных ставок (рис. 2, 3). Это делается с целью создания более благоприятных условий для участников экономики, обеспечивая тем самым дополнительные возможности для экономического роста.

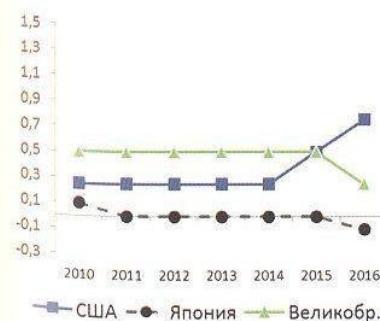


Рис. 2. Основные процентные ставки центральных банков (%)

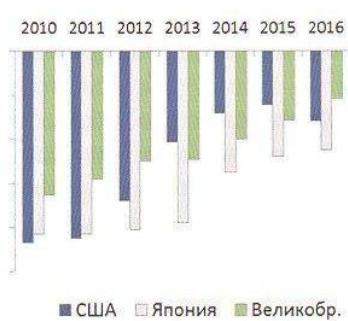


Рис. 3. Дефицит государственных бюджетов (% к ВВП)

Источники: по данным национальной статистики.

<sup>9</sup> Ведомости. 16.06.2016.

Причём, несмотря на устойчивое наличие бюджетного дефицита в последние 10–15 лет, за этот же период процентные ставки в указанных странах были существенно снижены.

Российские банки также ограничены в своих возможностях увеличения объёмов кредитов, выдаваемых предприятиям нефинансового сектора. Этому способствуют и высокие процентные ставки (о чём уже говорилось), и часто отмечающееся отсутствие качественных новых проектов, или даже нежелание самих предприятий брать кредиты. В результате финансовые ресурсы нередко с трудом доходят до реального сектора.

### Как финансировать бюджет без ущерба для отдельных отраслей

Складывающийся дефицит федерального бюджета делает необходимым нахождение механизмов его финансирования и заставляет регуляторов рассматривать изъятие части средств ТЭКа для этих целей. Однако такой подход вызывает сомнение.

Рост экономики предполагает, что экономика должна получать дополнительные ресурсы, необходимые для достижения конечного результата. Причём, они должны авансироваться экономике (то есть предоставляться до получения результата), что изначально предполагает возникновение расходов и дефицита, и лишь потом возникновение доходов, которые приведут к получению прибыли и профицита. Ведь даже на микроуровне для того, чтобы произвести продукцию и получить прибыль, сначала необходимо купить сырьё, нанять рабочую силу, арендовать помещение и так далее, то есть изначально войти в дефицит. И лишь потом после реализации продукции он будет покрыт доходом, обеспечивая рост. Также и для всей экономики в целом.

Российские регуляторы и участники рынка уже все больше готовы:

- и к дефициту бюджета в Российской Федерации,
- и к финансированию его посредством госбумаг,
- и даже к использованию длинных госбумаг (до 30 лет).

Но при этом наши регуляторы не готовы к использованию самого главного механизма – участию Банка России в этом. А его участие как раз обеспечит приток целевой ликвидности на рынок, как это происходит в ведущих странах.

Подчеркнём ещё раз, что проблема обеспечения экономического роста может эффективно решаться без ущерба для отдельных отраслей, как это успешно применяется последние десятилетия в наиболее зрелых экономиках мира – в США и Японии. Там более активно используются государственные (бюджетные) механизмы с опорой на целевое финансирование экономического роста и направление ресурсов на первоочередные бюджетные и иные приоритеты. При этом в процессе активно участвуют их минфина и центральные банки как главные источники финансовых ресурсов и эмиссионного центра. Эти подходы в результате и позволяют осуществить дополнительное целевое финансирование, необходимое для приоритетных отраслей, не сокращая возможностей других сфер.

Отметим, что в указанных странах на государственные облигации приходится 80–90 % всей денежной базы (эмиссии) их валют (рис. 4).

Подчеркнём, что когда центральные банки покупают госбумаги, выпущенные своими минфинами, они, по сути, осуществляют целевую эмиссию на те цели, для которых выпущена бумага, – на ипотеку, на малый бизнес, на региональные программы и другое<sup>10</sup>. Другими словами, сразу задаются контуры желаемой структуры экономики. Причём, как правило, – это длинная и сверхдлинная эмиссия на 30–40 лет.

Важно, что купленные центральным банком бумаги хранятся у него в течение всего срока, а не поступают на рынок, и не оттягивают оттуда деньги. А эмитированные деньги весь срок работают в экономике. Причём когда срок бумаг истекает, то при необходимости повторяется та же самая операция, что делает длинные деньги фактически бессрочными.

Укажем, однако, что указанные подходы являются следствием устойчивой политики поддержания бюджетного дефицита и необ-

<sup>10</sup> До 1981 года в США центральный банк (ФРС) напрямую покупал бумаги у минфина (казначейства). Позднее это стало делать через уполномоченные банки. Однако это не поменяло общего механизма, поскольку не имеет принципиального значения, осуществлена такая покупка за один шаг или за несколько. Принципиально то, что эмитент бумаг – казначейство – получает за них доллары, эмитированные ФРС, а сама ФРС в обмен на доллары получает бумаги, тем самым замыкая такой обмен. Интересно, что даже в тех случаях, когда отмечался профицит бюджета (как это было, в частности, в США в конце 1990-х годов), объём госбумаг на балансе ФРС не уменьшался (хотя потребность финансирования бюджета формально сокращалась и объём госбумаг в экономике можно было бы сократить). Сохранение прежнего объёма бумаг на балансе ФРС делалось для того, чтобы избежать негативных последствий изъятия из экономики ресурсов, которые там уже нормально работают.

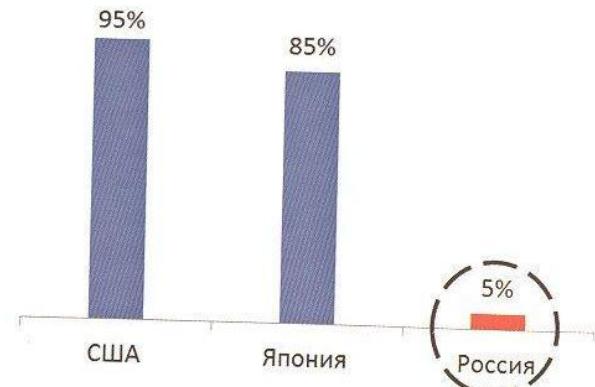


Рис. 4. Доля национальных госбумаг в эмиссии валют ряда стран

Источники: по данным центральных банков соответствующих стран

ходимости его финансирования в указанных странах. Именно поэтому ведущие экономики и заинтересованы в снижении процентных ставок, так как это облегчает им задачу обслуживания их госдолга и дефицита.

Поэтому для того, чтобы расширить возможности для формирования более диверсифицированной структуры экономики, очевидно, необходимо будет рассмотреть подходы практикуемые в зрелых финансовых системах, тщательно взвесив все «за и против». Если их подходы будут признаны заслуживающими внимания, то тогда нужно тщательно выверить алгоритм перехода от модели монетизации, основанной на притоке валюты, к модели, основывающейся на внутреннем спросе основных отраслей экономики, обеспечив минимальные риски такой трансформации.

Необходимо сохранять и достаточный объём золотовалютных резервов, как важного антикризисного стабилизатора.

### О возможностях механизмов долгосрочной целевой эмиссии

Участие монетарных властей (минфин – центральный банк) развитых стран, которые стоят у истоков формирования длинных денег, позволяет не сокращать ликвидность финансового рынка (так как госбумаги находятся на балансе их центральных банков весь период и не поступают на вторичный рынок). Возобновляемость

указанного механизма делает длинные деньги фактически бессрочными. То есть в развитых экономиках осуществляется и бессрочная эмиссия, и устанавливаются минимальные ставки. В результате существенно расширяются возможности решения бюджетных проблем, а для реальной экономики создаются максимально комфортные условия деятельности.

Более того, целевая эмиссия позволяет направлять финансовые ресурсы на приоритетные цели (ипотека, малый бизнес и другие), что насыщает эти сферы ресурсами и снижает там процентные ставки (как это удалось успешно реализовать, в частности, в США за последний год, где вследствие использования указанных механизмов (так называемые программы «Operation TWIST»), ставки по ипотечным займам снизились с 7–8 % до 3–4 %, а сам рынок жилья стал постепенно оживляться).

В целом использование механизма целевой долгосрочной эмиссии будет способствовать:

- насыщению экономики длинными деньгами;
- диверсификации инструментов на рынке;
- оживлению соответствующего сегмента рынка;
- снижению ставок.

У нас указанные возможности используются крайне ограниченно. Это означает, что у нас есть скрытые и неиспользуемые механизмы обеспечения роста без ущерба для отдельных отраслей. Такие возможности нужно серьёзно рассмотреть.

Учитывая, что проблема «длинных» денег для российской экономики давно является крайне актуальной, зададимся несколькими вопросами. Единственной ли возможностью привлечения объёмных и доступных по цене «длинных» денег (необходимых для решения долгосрочных задач, стоящих перед российской экономикой) являются международные рынки, где финансовые ресурсы действительно больше по объёму, дешевле и «длиннее» и где, заметим, такие деньги формируются на основе приведённых выше механизмов. Укажем также, что привлечение таких ресурсов означает и рост внешней задолженности.

Или, напротив, есть возможность начать самим использовать механизмы с участием национальных монетарных властей по аналогии с подходами, которые в течение многих лет практикуются самыми мощными и зрелыми финансовыми системами мира. Ответ очевиден.

## Об инфляционных рисках

Следует увеличить роль внутренних источников финансовых ресурсов, необходимых для экономического роста по сравнению с внешним финансированием. Это становится особенно актуальным в условиях санкций против России. В таких условиях механизмы денежного предложения должны опираться не на приток валюты и на внешние займы, а на внутренний спрос участников российского рынка.

Очевидно при этом, что, решая проблему увеличения monetизации (что необходимо), следует строго контролировать её инфляционный эффект. При этом представляется, что в современных условиях российской экономики не следует чрезмерно преувеличивать вероятность больших инфляционных рисков вследствие расширения рублёвой массы. В условиях, когда масштабы monetизации (соотношение M2/ВВП) российской экономики по-прежнему относительно умеренны (ниже 50 %), сохраняется возможность абсорбировать финансовые ресурсы на безинфляционной основе.

В свою очередь дефицит денег обуславливает их дороговизну, создавая тем самым благоприятные условия для высоких ставок. Получается своего рода замкнутый круг с взаимоусиливающимся действием параметров указанной связи друг на друга. Разорвать эту связь можно либо снижением ставок, либо увеличением денег в экономике. Возникающие при этом инфляционные риски (о чём часто говорят противники снижения ставок и роста monetизации), должны рассматриваться с точки зрения фактического положения вещей в российской экономике, существующего более 15 лет. Так, суммарный прирост денежной массы в российской экономике за 2000–2015 годы был многократно выше, чем размер суммарной инфляции (рис. 5). Учитывая немонетарную долю инфляции в её общем объёме, разрыв между ростом денежной массы (M2) и ростом цен достигает более 20 раз (рис. 6). То есть 100-процентный рост M2 вызовет повышение цен лишь на 5 %.

Другими словами, картина последних 17 лет в российской экономике устойчиво показывает, что рост цен отстает (причём часто значительно) от роста денежной массы<sup>11</sup>. Это позволяет заключить, что при отсутствии курсовых шоков общееэкономическая ситуация

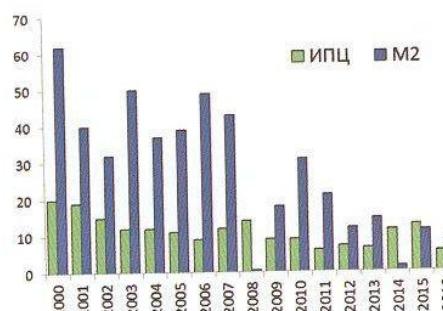


Рис. 5. Прирост денежной массы и инфляция (ИПЦ) в России в 2000–2016 годы, (г/г, %)



Рис. 6. Суммарный прирост денежной массы (M2) и инфляции (ИПЦ) в 2000–2016 годы

Источники: по данным Банка России.

по-прежнему позволяет абсорбировать дополнительные финансовые ресурсы без сколько-нибудь значительного роста цен. В свою очередь, это подтверждает и возможность снижения процентных ставок, что будет способствовать и росту доступности финансовых ресурсов для экономических участников, приводя к оживлению экономики и не вызывая при этом недопустимых инфляционных рисков.

Таким образом, в российской экономике есть возможности и механизмы повышения темпов экономического роста, опираясь при этом на необходимые рычаги:

- снижения процентных ставок;
- удлинения денег;
- увеличения объёма средств;
- перетока ресурсов в экономику;
- обеспечения валютной стабильности.

В условиях сохранения рисков финансовой стабильности в мире и необходимости решения задач по обеспечению довольно высоких темпов экономического роста, поставленных Президентом Российской Федерации, такие подходы для российской экономики представляются крайне актуальными.

<sup>11</sup> Исключение составляли лишь 2014–2015 гг., когда резкое обесценение рубля вызвало сильный импульс для роста цен.

**Проект резолюции  
«круглого стола» на тему  
«Валютное регулирование и денежно-кредитная политика  
Центрального Банка Российской Федерации»**

Сегодня денежно-кредитная политика Банка России, носящая рестриктивный характер, является одним из двух основных ударов, под которым продолжает пребывать российская экономика (второй удар – это рестриктивная бюджетно-налоговая политика). Эта политика выражается, прежде всего, в таргетировании инфляции и сжатии денежной массы. Для справки: уровень монетизации российской экономики всего около 40 % ВВП (что сравнимо с уровнем таких стран как Уругвай, Никарагуа, Кения, Турция, Польша и др.) (для сравнения: среднемировой уровень – 125 %, в США – около 100 %, в Китае – 200 %, в Японии – примерно 250 %). По уровню денег в обращении, мы примерно в 2–2,5 раза уступаем в среднем Группе 20-ти. И это несмотря на то, что согласно проведённым расчётом, причинно-следственная связь стерилизации денежной массы в хозяйственно-финансовом обороте России и динамики индекса потребительских цен отсутствует.

Недавние исследования показывают, что ставки денежного рынка и денежная масса существенного влияния на уровень инфляции в Российской Федерации не оказывают. Поэтому можно утверждать, что инфляция в Российской Федерации определяется преимущественно немонетарными факторами. Таким образом, при отсутствии монетарного характера российской инфляции проблема её регулирования лежит в области структурных диспропорций отечественной экономики и, значит, она должна решаться совместными усилиями экономического блока Правительства Российской Федерации и Банка России.

Основным фактором запланированного ЦБРФ снижения инфляции стало падение доходов и соответственно сжатие потребительского спроса. Но нужно понимать, что падение потребительского спроса (также как и падение инвестиций) вызывает снижение объёмов промышленного производства, а, как следствие,

рост производственных издержек и опять создаёт инфляционную угрозу. С другой стороны, это приводит к снижению налоговых поступлений в бюджет и усиливает проблему его дефицита. Своей «антиинфляционной» политикой Банк России только усиливает так называемую инфляцию издержек, отток капитала из реального сектора на валютные счета, и, как следствие, нестабильность рубля, создавая угрозу его падения.

Вместе с тем, переход к режиму плавающего валютного курса с одновременным отсутствием необходимых мер валютного контроля в России также привёл к существенному увеличению волатильности курса рубля, его существенному ослаблению и не прекращающемуся оттоку капитала за рубеж, существенно ослабляющему возможности экономического роста.

Огромная проблема для всей российской экономики – это политика ключевой ставки. Ведь даже после её понижения нынешняя ставка ЦБ (9 %)<sup>20</sup> почти в 2 раза выше средней рентабельности производства в обрабатывающих отраслях промышленности, не говоря уже о ставках кредитов коммерческих банков для производственных предприятий.

Монетарная политика в России, если её оценивать, как спред между базовой ставкой Центрального банка Российской Федерации и инфляцией является одной из наиболее жёстких в Группе 20-ти ведущих экономик мира (жёстче нас действуют только монетарные власти Бразилии). При этом центробанки 12 из 20-ти ведущих экономик мира поддерживают свою базовую ставку примерно на уровне инфляции или даже ниже. То есть в настоящее время монетарная политика Банка России является сверхжёсткой и в существенной степени увеличивает существующие риски и структурные диспропорции в экономике.

В то же время, по мнению Мирового банка, в России «жёсткая фискальная и денежно-кредитная политика давят на экономический рост»<sup>21</sup>.

Вместе с тем, продолжение реализации текущей денежно-кредитной политики Банка России ставит под угрозу реализацию целого ряда поручений Президента России, в том числе активизацию политики импортозамещения и кратного увеличения доли реального сектора в ВВП страны (не говоря уже об угрозе реализации

<sup>20</sup> По состоянию на 14 августа 2017 г.

<sup>21</sup> World Bank. Global Economic Prospects. June 2016. P. 110.

стратегии экономической безопасности, утверждённой 13 мая текущего года Указом Президента Российской Федерации № 208).

**Участники «круглого стола», учитывая вышеизложенное, выражают своё принципиальное несогласие с проводимой Банком России политикой, выступают против таргетирования инфляции как главной и по де-факто единственной её цели (полагая что предметом таргетирования должна быть не инфляция, а рост промышленного и сельскохозяйственного производства и уровня жизни населения; и что достижение монетарных целевых показателей денежно-кредитной политики является необходимым, но не достаточным условием для устойчивого роста национальной экономики), и считают, что необходимо безотлагательно принять следующие основные меры:**

**1. Переход к реализации системной денежно-кредитной политики**, которая должна предусматривать и быть направлена на одновременное достижение комплекса целевых показателей по инфляции и финансово-экономических показателей, формирующих необходимые условия для экономического роста. При этом принципиальным положением денежно-кредитной политики в существующих условиях внешнего санкционного давления и внутренних структурных диспропорций в российской экономике должно стать формирование внутренних источников финансирования экономического роста. При этом, главным критерием правильности принимаемых решений в области разработки и реализации ДКП Банк России должен использовать именно показатель темпов экономического роста.

**2. Реализацию мер по повышению уровня монетизации российской экономики с нынешних 40 % минимум до 100 % от необходимого объёма<sup>22</sup> при помощи следующих инструментов (практикуемых многими развитыми странами), а именно:**

– Снижение ключевой ставки до среднего уровня рентабельности в обрабатывающей промышленности и АПК, либо до уровня официальной инфляции (т. е. примерно до 4–5 %);

– введение практики льготного кредитования коммерческих банков на условиях льготного кредитования последними предприя-

<sup>22</sup> Картина последних 17 лет в российской экономике устойчиво показывает, что рост цен значительно отстаёт от роста денежной массы. Таким образом, при условии отсутствия курсовых шоков общекономическая ситуация в России по-прежнему позволяет абсорбировать дополнительные финансовые ресурсы без угрозы роста цен.

тий стратегически важных сфер экономики (промышленности, АПК, транспортного комплекса) (с осуществлением соответствующего госконтроля за предоставлением и целевым использованием кредитов), а также населения (под приобретение дорогостоящей продукции российских промышленных предприятий), что обеспечит двойной эффект: и повышение уровня жизни населения и рост активности в промышленном секторе;

– фондирование Банком России институтов развития под одобряемые Правительством Российской Федерации конкретные инвестиционные проекты (прежде всего в обрабатывающей промышленности и инфраструктурных отраслях) на условиях, аналогичных условиям внешних займов у различных зарубежных институтов развития (прежде всего для финансирования поставок технологического оборудования);

– создание механизмов целевой эмиссии длинных денег (направляемых на финансирование приоритетных отраслей, сфер и проектов) через приобретение ценных бумаг (государственных долговых обязательств) Российской Федерации (эта мера реализуется в США, Японии, странах ЕС)<sup>23</sup>.

### **3. Меры по ограничению вывоза капитала за рубеж:**

– возврат к практике валютных ограничений (в т. ч. к обязательной продаже за рубли российскими экспортёрами части валютной выручки (не менее 50 %) Банку России по его курсу);

– введение полного запрета вывоза капитала в офшоры, что позволит Банку России нарастить кредитный портфель (в том числе для реального сектора российской экономики);

– установление ограничений на увеличение валютной позиции коммерческих банков;

– введение налога на вывоз капитала (в размере ставки НДС). Это позволит создать необходимый барьер для перевода капитала за рубеж, и таким образом переориентировать его на российскую экономику.

### **4. Меры по стабилизации и поддержанию стабильности валютного рынка и устойчивости валютного курса рубля:**

– отказ от режима свободного плавания рубля (как не соответствующего текущему политическому и экономическому положению) и возврат к режиму управляемого (регулируемого) курса;

<sup>23</sup> В США благодаря данной мере, удалось добиться снижения ставок по ипотечным займам с 7–8 % до 3–4 %.

- повышение для коммерческих банков нормативов обязательных резервов по операциям в иностранной валюте;
- введение запрета на открытие депозитных счетов в иностранной валюте, и накопление денег на ранее открытых таких счетах<sup>24</sup>.

Вместе с тем, в целях практической реализации вышеуказанных мер, а также в целях реализации прочих направлений развития системы стратегического планирования в Российской Федерации, участники «круглого стола» считают необходимым реализацию следующей законодательной меры по повышению эффективности деятельности Банка России, а именно:

– Преобразование Банка России в госбанк и наделение его целями и функциями финансовой стабильности, обеспечения ликвидности банковской системы, а также содействия социально-экономическому развитию страны и обеспечения устойчивого экономического роста) (как это принято в мировой практике); для этого подготовить и внести в Государственную Думу Российской Федерации для рассмотрения и принятия проект Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

**Вместе с тем, участники «круглого стола» приняли решение:**

1. Обратиться к руководству Государственной Думы и Совета Федерации Федерального Собрания Российской Федерации с предложением ходатайствовать перед Президентом Российской Федерации В. В. Путиным и Председателем Правительства Российской Федерации Д. А. Медведевым о встрече с участием депутатов Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации, членов Совета Федерации Федерального Собрания Российской Федерации и экспертов, для обсуждения проблем развития валютного регулирования и денежно-кредитной политики Центрального Банка Российской Федерации.

2. Регулярно проводить на площадках Государственной Думы и Совета Федерации Федерального Собрания Российской Федерации парламентские и общественные слушания, «круглые столы» по вопросам развития валютного регулирования и денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации.

3. Развивать международные связи по проблематике развития валютного регулирования и денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации, в первую очередь – в рамках ЕАЭС с участием Евразийской экономической комиссии.

Участники «круглого стола» призывают к конструктивному сотрудничеству в деле развития валютного регулирования и денежно-кредитной политики Центрального Банка Российской Федерации все заинтересованные политические и общественные силы России.

*Принято единогласно участниками «круглого стола»  
на тему «Валютное регулирование и денежно-кредитная политика  
Центрального Банка Российской Федерации»*

г. Москва,  
Государственная Дума Российской Федерации,  
7 июня 2017 года

<sup>24</sup> Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ, проект № 15-02-00354 «Промышленная политика в условиях реиндустриализации и становления шестого технологического уклада».