

Российская академия наук  
Институт экономики

---

*И.С. Букина, В.Е. Маневич*

Кредитно-денежная и финансовая система России  
в 2015 году и в первом полугодии 2016 года

Москва – 2016

**Букина И.С., Маневич В.Е.** Кредитно-денежная и финансовая система России в 2015 году и в первом полугодии 2016 года: научный доклад. – М.: Институт экономики РАН, 2016. – 38 с.

ISBN 978-5-9940-0575-0

Цель представленного доклада – критически оценить прогноз Минэкономразвития и доклад Банка России «*Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики*» на предстоящие три года, и представить альтернативный анализ функционирования денежно-финансовой системы в условиях нынешней рецессии. Авторы оспаривают широко признанное положение о непосредственной зависимости экономической ситуации от экспортной цены нефти, описывают спонтанное приспособление экономики к изменившимся внешнеэкономическим условиям и факторы, препятствующие такому приспособлению. Авторы приходят к выводу, что реальным источником финансирования дефицита является сокращение внутреннего кредита ЦБ, а не бюджетные фонды. Сжатие внутреннего кредита ЦБ в значительной мере обуславливает свертывание кредитования реального сектора экономики. Авторы исследуют процесс формирования денежной базы, которая, при достаточно обоснованном ее регулировании, могла бы явиться основным источником финансирования бюджетного дефицита.

**Ключевые слова:** валютный курс, сальдированная прибыль, дефицит, денежная база, чистое кредитование.

**Классификация JEL:** E52, E60, E62, E64.

**By I. Bukina and V. Manevitch.** Monetary and Financial System of Russia in 2015 and in the First Half of 2016

The purpose of the report is to critically assess the forecast of Ministry of economic development and the report of the Bank of Russia "the Basic directions uniform state monetary policy" for the next three years, and present an alternative analysis of the functioning of the monetary and financial system in the context of the current recession. The authors challenge the widespread provision of direct dependence of the economic situation on the export oil price, describe the spontaneous adaptation of the economy to changing external economic circumstances and the obstacles to such adaptation. The authors come to the conclusion that the real source of financing the deficit is to reduce domestic credit of the Central Bank, not budget funds. The compression of domestic credit, the Central Bank significantly contributes to the curtailment of lending to the real sector of the economy. The authors investigate the process of formation of the monetary base, which, if sufficiently reasonable regulation could be the main source of financing the budget deficit.

**Key words:** exchange rate, net profit, deficit, money base, net lending.

**JEL Classification:** E52, E60, E62, E64.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение .....	4
<b>Глава I.</b> Динамика сальдированной прибыли и условия экономического роста .....	5
<b>Глава II.</b> Экспортные цены на нефть как фактор динамики российской экономики .....	10
<b>Глава III.</b> Формирование и финансирование дефицита .....	15
<b>Глава IV.</b> Баланс Центрального банка и формирование денежной базы .....	28
<b>Глава V.</b> Перераспределение сбережения институциональных секторов .....	32
Выводы .....	36
Литературы .....	38

## Введение

Осенью каждого года Министерство экономического развития, Минфин и Центральный банк выступают с оценкой сложившейся ситуации, краткосрочными и среднесрочными прогнозами и развернутыми программами экономической политики на предстоящие три года. Разработке прогноза Минэкономразвития на предстоящие три года предшествует доклад *Сценарные условия, основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации и предельные уровни цен (тарифов) на услуги компаний инфраструктурного сектора на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов*<sup>1</sup>.

Проект ежегодного доклада ЦБ недавно размещен на сайте Банка России<sup>2</sup>, так что у нас есть возможность сопоставить подходы Минэкономразвития и Банка России к тем проблемам, с которыми сталкивается сегодня российская экономика. Скажем сразу, что эти подходы, в принципе, совпадают.

Цель нашего доклада – дать альтернативный анализ функционирования денежно-финансовой системы в условиях нынешней рецессии и критически оценить подходы Центрального банка и экономических ведомств к текущим проблемам российской экономики.

Доклады Минэкономразвития и, особенно, Банка России выдержаны в мажорном тоне, и не допускают даже тени сомнения в правильности проводимой экономической политики. Между тем, в 1 полугодии 2016 года рецессия в российской экономике продолжалась. В январе-августе выпуск по базовым видам деятельности не снизился (100,6% к августу 2015 года), но оборот розничной торговли составил 94,9%, инвестиции в основной капитал 95,7%. Реальные располагаемые доходы составили всего 91,7% к уровню августа 2015. При этом реальная заработная плата составила 99% от уровня августа 2015, следовательно, снижение реальных денежных доходов населения было обусловлено снижением других видов доходов – пенсий, смешанного дохода и т.д. Напротив, в 2015 году снижение реальных денежных доходов было обусловлено именно снижением реальной заработной платой, в то время как социальные выплаты в реальном выражении поддерживались на относительно стабильном уровне.

---

<sup>1</sup> Официальный сайт Минэкономразвития.

<sup>2</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и плановый период 2018-2019 годов. Официальный сайт Банка России.

## ГЛАВА I. Динамика сальдированной прибыли и условия экономического роста

В документах экономических ведомств в качестве одного из достижений проводимой политики называется рост сальдированной прибыли в 2015 году в 1,5 раза. Напротив, тот факт, что в истекшем полугодии 2016 года рост сальдированной прибыли в номинальном выражении был ниже темпа инфляции, не привлекает внимания и не комментируется.

Причина роста рентабельности в 2015 году вполне очевидна: снижение реальной заработной платы. В 1 полугодии 2016 года снижение реальной заработной платы остановилось (или, возможно, приостановилось), соответственно, остановился и рост прибыли.

Главная составляющая политики, рекомендуемой в *Сценарных условиях*, это наращивание инвестиций за счет «сдерживания» роста расходов на потребление. Соответственно, должна «сдерживаться» оплата труда и увеличиваться прибыль. Не нужно забывать, что такое «сдерживание» рекомендуется в условиях, когда уже больше года продолжается снижение реальных доходов домохозяйств, снижение расходов на текущее потребление, падение потребительского спроса.

В 2015 году снижение реальной заработной платы обусловило повышение сальдированной прибыли корпораций, а снижение уровня потребления сопровождалось ростом денежных сбережений, главным образом – в форме банковских депозитов. Однако ни рост прибыли, ни повышение доли сбережения в доходах домашних хозяйств, не привело к росту инвестиций. Скорее наоборот, падение потребительского спроса вызвало вторичную, индуцированную волну спада инвестиционного спроса. Рост прибыли корпораций в 2015 году не сказался ни на динамике инвестиций, ни на приросте банковских депозитов. Прирост номинального объема депозитов нефинансовых корпораций за 2015 год составил всего 9%, т.е. был ниже темпа инфляции. Остается предположить, что увеличилась доля прибыли, инвестируемой в иностранные активы и выплачиваемой в виде процентов, дивидендов и бонусов высших менеджеров.

Рост российской экономики тормозится не высоким уровнем потребления и низкой долей сбережения, а недостаточным использованием сбережения для производственного инвестирования. В этих условиях дальнейшее сжатие потребления и увеличение сбережения приведет не к ускорению роста, а к углублению экономического спада. Увеличение доли сбережения за счет относительного сокращения расходов на текущее потребление оправдано лишь в том случае, если

недостаток сбережения лимитирует рост инвестиций. Но ничего отдаленно похожего нет в российской экономике. *В условиях, когда сбережение превышает инвестиции, увеличение потребления может способствовать росту, также как увеличение инвестиций.*

В вопросе о сдерживании расходов на потребление и, соответственно, увеличении сбережения, *Сценарные условия* Минэкономразвития, в значительной мере, согласуются с проектом Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2017-2019 годы, недавно размещенным на официальном сайте Банка России. Различие между двумя докладами заключается в том, что Минэкономразвития связывают сокращение расходов на потребление с расширением ресурсов для инвестиций, а Центральный банк – с подавлением инфляции. По логике ЦБ, «сдерживаться» должен не только потребительский, но и инвестиционный спрос.

В докладе ЦБ постоянно подчеркивают, что, поддержание устойчивых темпов роста выходит за рамки сферы ответственности Центрального банка, которая ограничивается задачами поддержания стабильности цен, регулирования процентных ставок, и, в случае необходимости, корректировки валютного курса. Это, однако, не мешает руководителям ЦБ рассматривать регулирование спроса в качестве инструмента для достижения целевых ориентиров денежной политики. И так, за поддержание темпов роста ЦБ не отвечает, но он вправе манипулировать уровнем спроса и, следовательно, индуцировать рецессию для достижения тех целей, которые ставит перед собой. Цели и средства в представлении руководителей ЦБ явно поменялись местами: не денежная политика для роста экономики, а динамика экономики ради целей денежной политики.

Падение потребительского спроса продолжается уже второй год, но ЦБ видит потенциальную угрозу не в дальнейшем снижении расходов на потребление, а в том, что домашние хозяйства «вернутся к потребительской модели поведения»<sup>3</sup>. Напомним, что в 2015 году снижение доходов побудило домохозяйства меньше потреблять и больше сберегать. Однако дальнейшее снижение доходов, которое явилось неизбежным следствием падения потребительского и инвестиционного спроса, привело к тому, что в 2016 году сокращение расходов на потребление сопровождается не ростом, а сжатием сбережения.

В *Сценарных условиях* говорится: «Увеличение объема прибыли, остающейся в распоряжении предприятий, в свою очередь, будет создавать возможность

---

<sup>3</sup> См. Д.Н. Чернядьев, С.А. Власов [13, с. 12]. Особенно рискованным (с точки зрения снижения инфляции) названные авторы считают повышение спроса на молоко, сыр, мясо птицы, крупы, строительные материалы, бытовую мебель, бензин, фармацевтические изделия. «Восстановление спроса, наблюдаемое в данной группе товаров с января 2016 года, указывает на наличие инфляционных рисков в 2017 году» [13, с. 13].

для продолжения наращивания инвестиций»<sup>4</sup>. В другом месте доклада мы читаем: «В рамках целевого варианта предполагается перераспределение ресурсов компаний в сторону инвестиционных расходов, в том числе и за счет временного (на ближайшие годы) ограничения расходов на оплату труда с последующим компенсационным ростом»<sup>5</sup>.

Снижение доли оплаты наемного труда и увеличение доли валовой прибыли в валовой добавленной стоимости корпораций, само по себе, не приведет к росту инвестиций, если растущая доля валовой прибыли используется для выплаты доходов от собственности – процентов и дивидендов. В частности, доходы от собственности, выплачиваемые иностранным инвесторам и кредиторам, увеличиваются по мере снижения валютного курса рубля, не смотря на то, что в долларовом выражении они уменьшаются по мере погашения российскими корпорациями своих иностранных обязательств.

*Для увеличения собственных ресурсов инвестирования, нужно не снижение оплаты труда (такое снижение сопряжено с падением производительности, сокращением потребительского спроса, и многими другими негативными последствиями), а снижение процентной ставки, изменение дивидендной политики корпораций (уровень дивидендов не может не зависеть от уровня процентных ставок), ограничение бонусов, укрепление валютного курса рубля.* Все эти проблемы в связи с финансированием инвестиций за счет собственных ресурсов корпораций в *Сценарных условиях* даже не упоминаются.

Авторы доклада ЦБ *Основные направления... денежно-кредитной политики* полагают, что подавление потребительского и инвестиционного спроса равнозначно стимулированию сбережения, для чего необходимо сохранение высоких ставок процента, и, в целом, «умеренно-жесткой» денежной политики. Высокие процентные ставки, согласно докладу ЦБ, способствуют росту сбережения, привлекают иностранный капитал, снижают ценовые ожидания и т.д. и т.д.

В действительности факторы, ведущие к экономическому спаду, не могут способствовать росту сбережения, потому что объем сбережения зависит от уровня совокупного дохода общества. Падает доход – снижается объем сбережения. Растет доход – растет и сбережение. В этом смысле Кейнс говорил, что не сбережения являются предпосылкой инвестиций, а инвестиции, обуславливающие рост дохода являются предпосылкой адекватных сбережений.

В статье [3] содержится попытка развернутого обоснования тезиса о благотворном влиянии высоких процентных ставок на экономику. Эта статья заслуживает специального анализа, который не укладывается в рамки настоящего доклада. Заметим только, что авторы твердо (хотя и не декларативно) придерживаются

---

<sup>4</sup> [10], с. 21

<sup>5</sup> Там же. Стр. 56

далеко не всегда приемлемого принципа: *после этого – значит поэтому*. Тем не менее, результаты проведенного ими статистического анализа, в целом, не подтверждают заранее задаваемый вывод, согласно которому высокие процентные ставки не препятствуют росту российской экономики. Остается лишь гипотетическое утверждение, что *теоретически* возможны условия, когда рост в российской экономике будет достигаться при высоких процентных ставках. Вряд ли этого гипотетического суждения достаточно для обоснования проводимой монетарной политики.

Подтверждение тезиса о снижении инфляции с помощью высоких процентных ставок, предлагаемое авторами, также представляется неубедительным: инфляция снижается через пять - шесть месяцев после повышения процентных ставок. За этот период вполне могут обнаружиться факторы, обусловившие снижение темпа инфляции, но не имеющие отношения к динамике процентных ставок.

Высокие процентные ставки действительно сдерживают инвестиционный и потребительский спрос, причем в такой степени, что даже сократившиеся сбережения оказываются избыточными. Одним из признаков избыточности сбережений является формирование чрезмерных резервов ликвидности в банковской системе. Авторы доклада ЦБ констатируют нарастание избыточных резервов ликвидности, но не дают этому явлению сколько-нибудь внятного объяснения.

Уровень инвестиций в основной капитал зависит не только от размера прибыли, остающейся в распоряжении нефинансовых корпораций, но и от распределения прибыли между инвестициями в реальный капитал и в иностранные активы. В 1 полугодии 2016 года прирост иностранных активов по экономике в целом составил всего 1,3 млрд долларов. При этом банки *сократили* свои иностранные активы на 14,6 млрд долларов, правительство *сократило* свои иностранные активы на 0,6 млрд долларов. В то же время иностранные активы прочих секторов (главным образом, нефинансовых корпораций) *увеличились* на 16,5 млрд долларов (покупки валюты населением на внутреннем рынке в эту сумму не входят). По среднему за полугодие валютному курсу прирост иностранных активов нефинансовых корпораций составил, ориентировочно, 1,1 трлн. рублей или, примерно, 2,5% ВВП, произведенного за 1 полугодие. На такую величину могли бы быть увеличены инвестиции нефинансовых корпораций без сокращения оплаты наемного труда. Если корпорации не находят возможности эффективного увеличения собственных инвестиций, они могли бы на эту сумму кредитовать правительство, которое увеличило бы инвестиции за счет дефицитного финансирования бюджета.

Вполне возможно, что снижение доли оплаты труда приведет не к росту инвестиций в реальный капитал, а к росту выплачиваемых дивидендов и увеличению вывоза капитала.

Согласно, как *Сценарным условиям...* Минэкономразвития, так и *Основным направлениям*. Центрального банка, цели по инфляции достигаются в результате снижения доходов домашних хозяйств, падения внутреннего спроса, в том числе спроса правительства, жесткой денежно-кредитной политики, высоких процентных ставок, сжатия внутреннего кредита. Авторы проекта *Основных направлений* признают, что темп инфляции зависит не только от спроса, но и от факторов, лежащих на стороне предложения (точнее было бы сказать – на стороне издержек). Но при этом делается нелогичный и далеко небезопасный вывод: *в условиях, когда нет прямой зависимости между жесткой денежной политикой и ценами, нужно еще более ужесточить денежную политику, чтобы достичь задаваемых ориентиров по снижению инфляции.*

Так, Д.Н. Чернядьев и С.А. Власов (оба – чиновники департамента исследований и прогнозирования ЦБ) пишут в статье [13, с.8], что за последние 15 лет средний годовой темп инфляции только один раз составлял меньше 4 процентов – с февраля по май 2012 года. Однако причина такого замедления инфляции носила, по их мнению, «искусственный характер» – повышение регулируемых цен и тарифов было перенесено с января 2012 года на июль. Пример, приведенный двумя работниками ЦБ, свидетельствует о том, что, по крайней мере, та часть темпа инфляции, которая превышает 4 процента, носит немонетарный характер, и попытки купировать ее мерами монетарной политики, либо бесперспективны, либо сопряжены с неоправданными потерями для экономики. Снижение темпа инфляции в 2016 году по сравнению с предшествующим 2015 годом обусловлено вовсе не «умеренно-жесткой» политикой ЦБ, а спонтанной перестройкой внешнеэкономических зависимостей, отражаемых в платежном балансе, которые привели к относительной стабилизации валютного курса рубля. Как будет показано в следующем разделе доклада, политика ЦБ скорее препятствовала, чем способствовала укреплению рубля.

Использование монетарных методов для подавления немонетарной инфляции – это тот случай, когда предлагаемое лечение опаснее болезни. Подход, обрекающий экономику на длительную стагнацию, неприемлем, независимо от того, удастся ли снизить инфляцию до 4 процентов, что отнюдь не гарантировано даже при падающем спросе, если по мере сокращения выпуска растут удельные издержки.

## ГЛАВА II. Экспортные цены на нефть как фактор динамики российской экономики

Варианты или сценарии макроэкономических прогнозов Минэкономразвития и Банка России уже в течение многих лет ставятся в непосредственную зависимость от динамики мировых цен на нефть, причем существование такой непосредственной зависимости принимается как нечто очевидное и само собой разумеющееся, а механизм такой зависимости фактически не рассматривается. Так, согласно неблагоприятному («консервативному») варианту прогноза Минэкономразвития на 2017-2019 годы, падение экспортных цен нефти с 40 до 25 долларов за баррель приведет сокращению положительного сальдо счета текущих операций с 69,7 млрд долларов в 2015 до 22-27 млрд в последующие годы. Это вызовет общую нестабильность экономической ситуации: возобновится снижение валютного курса рубля, увеличится вывоз капитала, ускорится падение инвестиций в основной капитал, вырастет безработица, усилится инфляция, произойдет дальнейшее сокращение потребительского спроса, продолжится общий спад в экономике. Ни о каких мерах экономической политики или объективных процессах, способных уравновесить эффекты снижения экспортной цены нефти или противодействовать ее негативным последствиям, речь в *Сценарных условиях* не идет. Снижение цены нефти с 40 до 25 долларов за баррель вызывает, согласно авторам прогноза, однозначные и неотвратимые последствия, ведущие к общему спаду в экономике.

Доклады МЭР никогда не содержат анализа допущенных в прошлом ошибок или причин, по которым прогноз оказался несостоятельным. Поэтому ошибочные оценки даже ближайшей перспективы и необоснованные подходы к тем или иным проблемам воспроизводятся в этих докладах в течение многих лет. Впрочем, то же самое характерно для документов Минфина и Центрального банка.

В ежегодных прогнозах Минэкономразвития неизменно содержится раздел, посвященный неблагоприятному сценарию, и каждый раз утверждается, что снижение экспортных цен нефти приведет к росту инфляции, падению инвестиционного и потребительского спроса, экономическому спаду. Так, в прогнозе на 2014-2016 годы, опубликованном в сентябре 2013 года, говорилось, что резкий спад в экономике произойдет при снижении цены нефти со 100 до 84 долларов за баррель. Согласно прогнозу на 2015-2017 (осень 2014 года) спад неизбежен при снижении цен на нефть со 109 до 91 доллара. Прогноз на 2016-2018 (осень 2015) предвещал те же беды при падении цены нефти до 40 долларов. Наконец, в рас-

сма­три­вае­мом до­кла­де *Сце­нар­ные ус­ло­вия...* (апрель 2016) уровень нефтяных цен, вызы­ва­ю­щий не­из­беж­ные со­ци­аль­ные и э­ко­но­ми­че­ские по­тря­се­ния сни­жен до 25 дол­ларов за бар­рель. При этом опи­сание не­бла­го­при­ят­но­го сце­на­рия прак­ти­че­ски из го­да в год сов­па­да­ет.<sup>6</sup> Со­г­лас­но по­след­не­му до­кла­ду Мин­э­ко­но­м­раз­ви­тия, *бла­го­при­ят­ный* сце­на­рий про­гно­за вполне осу­ществим при цене бар­реля нефти, рав­ной 40 дол­ларам.

Дей­стви­тель­но ли со­от­но­ше­ние спро­са и пред­ло­же­ния ино­стран­ной ва­лю­ты за­ви­сит не­по­сред­ствен­но и ис­клю­чи­тель­но от цен на нефть? Цены на нефть не­по­сред­ствен­но влия­ют на об­ъем неф­те­га­зо­во­го экс­пор­та, выра­жен­ный в дол­ларах. Но, как де­мон­стри­рует та­блица 1, со­от­но­ше­ние спро­са и пред­ло­же­ния ино­стран­ной ва­лю­ты за­ви­сит не толь­ко от ди­на­ми­ки экс­порт­ных цен и сто­и­мо­ст­но­го об­ъема неф­те­га­зо­во­го экс­пор­та, но так­же от це­ло­го ря­да дру­гих фак­то­ров.

В та­бли­це 1 струк­тура пла­теж­но­го ба­лан­са пе­ре­стро­ена та­ким об­ра­зом, что­бы пред­ста­вить, как ис­поль­зуются по­ступ­ле­ния от неф­те­га­зо­во­го экс­пор­та, сто­и­мо­ст­ное выра­же­ние ко­то­ро­го, при от­но­си­тель­но ста­биль­ном фи­зи­че­ском об­ъеме, дей­стви­тель­но за­ви­сит от ди­на­ми­ки ми­ро­вых цен. За счет по­ступ­ле­ний ино­стран­ной ва­лю­ты от экс­пор­та нефти, неф­те­про­дук­тов и га­за дол­жен быть опла­чен им­порт то­варов, пре­вы­ша­ю­щий не­неф­те­га­зо­вый экс­порт, по­кры­то от­ри­ца­тель­ное саль­до сче­та ус­луг, от­ри­ца­тель­ное саль­до ин­ве­сти­ци­он­ных и тру­до­вых до­хо­дов и чистый при­рост ино­стран­ных ак­ти­вов. Если неф­те­га­зо­вый экс­порт пре­вы­шает сум­му всех этих ста­тей, Цен­траль­ный банк снимает с рын­ка избы­точ­ное пред­ло­же­ние ино­стран­ной ва­лю­ты и уве­ли­чи­вает офи­ци­аль­ные ва­лю­т­ные ре­зер­вы. Если по­ступ­ле­ний от неф­те­га­зо­во­го экс­пор­та не­до­ста­точ­но для по­кры­тия этой сум­мы, ЦБ про­да­ет ва­лю­ту, со­от­вет­ствен­но, ва­лю­т­ные ре­зер­вы со­краща­ются. При­рост ва­лю­т­ных ре­зер­вов сви­де­тель­ствует о том, что пред­ло­же­ние ва­лю­ты *при су­ще­ст­вую­щем ва­лю­т­ном курсе* пре­вы­шает спро­с, и, сле­до­ва­тель­но, сло­жи­лись ус­ло­вия для укреп­ле­ния курса ру­бля. Со­краще­ние ва­лю­т­ных ре­зер­вов яв­ля­ется при­зна­ком то­го, что *при су­ще­ст­вую­щем курсе* спро­с на ино­стран­ную ва­лю­ту пре­вы­шает ее пред­ло­же­ние, и, сле­до­ва­тель­но, воз­ник­ла опас­ность ослаб­ле­ния ру­бля. В пер­вом слу­чае вме­ша­тель­ство ЦБ (по­куп­ка избы­точ­ной ва­лю­ты) пре­пят­ствует укреп­ле­нию ру­бля, во вто­ром слу­чае вме­ша­тель­ство ЦБ (про­да­жа ва­лю­ты) пре­дот­вра­ща­ет или за­мед­ля­ет ослаб­ле­ние курса ру­бля.

---

<sup>6</sup> Ошибочный тезис о непосредственной и однозначной зависимости валютного курса и даже экономической ситуации в целом от уровня экспортных цен нефти присутствует также в проекте доклада Банка России *Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и плановый период 2018-2019 годов*.

Таблица 1. Аналитическое представление платежного баланса,  
млрд долл. США

	Счет текущих операций					Финансовый счет			Прирост валютных резервов
	Нефте-газовый экспорт	Импорт Товаров*	Баланс услуг	Баланс доходов	сальдо	Прирост обязательств	Прирост активов**	Сальдо	
	1	2	3	4	5=1-2-3-4	6	7	8 = 7 – 6	9 = 5–8
2011	341,8	-145,0	-33,5	-66,0	97,3	67,5	-152,2	-84,7	12,6
2012	346,8	-155,2	-46,6	-73,7	71,3	92,4	-133,7	-41,3	30,0
2013	349,1	-168,5	-58,3	-88,9	33,4	124,4	-179,9	-55,5	-22,1
2014	324,4	-135,5	-55,3	-76,2	57,5	-41,8	-123,3	-165,1	-107,5
2015	198,9	-50,4	-36,9	-42,6	69,0	-68,3	1,1	-67,2	1,7
1 п/г	109,0	-19,8	-17,8	-24,9	46,5	-49,4	-9,4	-58,8	-12,3
2 п/г	89,8	-30,6	-19	-17,8	22,4	-16,4	8	-8,4	14
2016									
1 п/г	68,6	-24,4	-9,9	-18,3	16	-3,2	-5,8	-9,0	7,0

\* Импорт товаров, превышающий нефтегазовый экспорт, следовательно, покрываемый за счет экспорта нефти, нефтепродуктов и газа

\*\* Изменение обязательств и активов с учетом капитальных трансфертов и чистых ошибок и пропусков

Источник: Официальный сайт Банка России

Как видно из приведенной таблицы, на протяжении почти четырех лет (2011, 2012, 2013 и 2014) сохранялся относительно стабильный уровень валютных поступлений от экспорта нефти, нефтепродуктов и газа, однако другие статьи платежного баланса были подвержены значительным колебаниям, а прирост валютных резервов неоднократно сменялся их сокращением и наоборот. В результате предпосылки для укрепления курса рубля неоднократно сменялись предпосылками для его ослабления, причем, практически независимо от динамики экспорта нефти и газа (объем этого экспорта оставался почти стабильным), и, следовательно, независимо от цен на нефть.

В 2013 году объем нефтегазового экспорта в денежном выражении достиг максимальной отметки, приблизившись к 350 млрд долларов. Однако все другие статьи платежного баланса обнаружили отрицательную динамику: увеличился объем импорта, не покрытого экспортом прочих (помимо нефти, газа, нефтепродуктов) товаров, увеличилось отрицательное сальдо счета услуг и счета доходов, вывоз капитала рос значительно быстрее, чем его ввоз. В результате спрос на валюту значительно превысил ее предложение, сложились условия для ослабления курса рубля. Чтобы сохранить относительно стабильный валютный курс, ЦБ вынужден был выступить на рынке в качестве продавца, так что валютные резервы в 2013 году сократились на 22 млрд долларов.

*Итак, падение мировых цен на нефть (и сокращение поступлений от нефтегазового экспорта), само по себе, не определяет однозначно соотношение спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем рынке и, следовательно, динамику валютного курса рубля.* Решающее значение для состояния валютного рынка имеет трансграничное движение капитала, а также реакция Центрального банка на избыток или недостаток предложения валюты относительно спроса. В последнем квартале 2014 года обвал валютного курса рубля был обусловлен не сокращением поступлений от экспорта (сальдо счета текущих операций не сократилось, но, напротив, увеличилось), а пиком вынужденного погашения внешних обязательств и резким усилением вывоза капитала, вызванным анонсированным переходом ЦБ к политике плавающего валютного курса.

В 2015 году поступления от нефтегазового экспорта почти непрерывно сокращались, и были существенно ниже, чем в соответствующих кварталах предшествующего года. Но поскольку одновременно сокращался импорт и отрицательное сальдо счета услуг и счета доходов, положительное сальдо счета текущих операций увеличилось. Пик погашения внешних обязательств бы пройден в последнем квартале 2014 и первом квартале 2015 года. Начиная с III квартала 2015 года, погашение иностранных обязательств сопровождалось выводом российских активов из-за границы, причем в III квартале *объем репатриации активов превысил сумму вынужденного погашения иностранных обязательств.* Значит, в принципе, возможно погашение внешних обязательств полностью за счет репатриации активов. Более того, вывод активов из-за границы может *превышать* сумму погашения обязательства и использоваться для удовлетворения других потребностей внутренней экономики, например, для финансирования импорта.

В течение девяти кварталов (со второго квартала 2013 по второй квартал 2015 включительно) на валютном рынке формировались условия для ослабления курса рубля, причем, как при низких, так и при высоких экспортных ценах на нефть. Соответственно, валютные резервы сокращались.

Во втором полугодии 2015 и в первом полугодии 2016 года, *не смотря на снижение нефтяных цен и сокращение поступлений от экспорта,* предложение иностранной валюты превышало спрос частного сектора, следовательно, сложились условия для укрепления курса рубля. К сожалению, ЦБ использовал благоприятную ситуацию не для укрепления курса рубля, а для увеличения валютных резервов. Начиная с III квартала 2015 года, валютные резервы начали понемногу расти. Тем не менее, в течение первых четырех месяцев 2016 года, *вопреки политике, проводимой Центральным банком,* курс рубля повысился с 75,17 руб. за 1 доллар в январе до 64,33 в апреле, но в мае - июне вновь пополз вниз. Как отмечает в [5, с.30] директор департамента Банка России С.Р. Моисеев, в июле 2016 года ЦБ вынужден был остановить покупку валюты «до лучших времен».

Разумеется, в будущем возможно дальнейшее снижение экспортных цен, и экономика к этому должна быть готова. Для этого в среднесрочной перспективе нужны следующие меры, приводящие в равновесие платежный баланс:

- строгая репатриация прибыли от российских инвестиций за границей, что, параллельно с уменьшением выплат иностранным инвесторам, приведет к снижению отрицательного сальдо инвестиционных доходов;

- постепенный вывод российских активов из-за границы, особенно активов корпораций с государственным участием, что позволит полностью (и даже с избытком) уравновесить сокращение иностранных обязательств;

- развитие внутреннего туризма, позволяющее сократить заграничный туризм и, следовательно, уменьшить отрицательное сальдо счета услуг;

- создание условий для повышения мобильности трудовых ресурсов внутри страны, с тем чтобы ограничить использование труда мигрантов из-за границы и, соответственно, снизить отрицательное сальдо оплаты труда.

В перспективе нужно стремиться к достижению равновесия счета услуг, счета оплаты труда, счета инвестиционных доходов. Погашение иностранных обязательств может покрываться выводом российских активов из-за границы. Тогда торговый баланс также может находиться в равновесии, и дальнейшее снижение цен на нефть не вызовет сильных негативных эффектов для внутренней экономики. Нарращивание экспорта энергоносителей перестанет быть приоритетной задачей, важнее станет наполнение внутреннего рынка, снижение внутренних цен на топливо и энергию, энергосбережение.

В случае дальнейшего падения поступлений от экспорта крайней мерой может быть масштабная интервенция ЦБ на валютном рынке, предотвращающая падение курса рубля. Благополучие общества важнее, чем догма о свободном плавании валютного курса. (Кстати, ЦБ на деле не считался с этой догмой, когда в течение четырех кварталов увеличивал валютные резервы.) Но постановка вопроса о масштабной интервенции ЦБ на валютном рынке – скорее гипотетическая; пока что нет никаких признаков, что такая интервенция вообще потребуется.

## ГЛАВА III. Формирование и финансирование дефицита

### Состояние консолидированного бюджета РФ в 2015 и I полугодии 2016 г.

Рецессия 2015 г. сказалась на падении доходов бюджетов всех уровней. По итогам года дефицит консолидированного бюджета и бюджетов государственных внебюджетных фондов составил более 2,8 трлн. руб. или около 3% ВВП. В 2014 г. дефицит был в три раза меньше, около 1% ВВП (см. таблицу).

Таблица 2. Основные характеристики консолидированного бюджета и бюджетов государственных внебюджетных фондов в 2015 г., млрд руб.

	2014 г.,	2015 г.,	Темпы роста (в реальном выражении), %	I полугодие 2015	I полугодие 2016	Темпы роста (в реальном выражении), %
<b>Всего доходов, в том числе:</b>	<b>26 371,1</b>	<b>26 494,1</b>	<b>89,0</b>	<b>12 748,6</b>	<b>12 521,5</b>	<b>91,1</b>
налоговые доходы	14 409,9	15 515,8	95,4	7735,2	7749,8	92,9
социальные взносы	4 755,4	5 862,7	99,6	2485,2	2741,3	102,3
прочие доходы	7 205,7	3 130,4	69,2	2528,2	2030,4	74,5
<b>Расходы</b>	<b>27 216,0</b>	<b>29 307,8</b>	<b>95,4</b>	<b>13631,5</b>	<b>13582,9</b>	<b>92,4</b>
<b>Дефицит</b>	<b>844,9</b>	<b>2813,7</b>	<b>294,9</b>	<b>882,8</b>	<b>1061,4</b>	<b>111,5</b>

В номинальном выражении доходы консолидированного бюджета остались примерно на уровне предыдущего года. При этом расходы выросли почти на 8%, что и стало причиной трехкратного роста дефицита бюджета (табл. 1). Учитывая, что цены за 2015 г. выросли на 12,9% (по ИПЦ), в реальном выражении доходы и расходы сократились на 11,0% и 4,5% соответственно.

Аналогичная тенденция сохранилась и в I полугодии 2016 г. Продолжилось падение доходов консолидированного бюджета, как в номинальном, так и в реальном выражении. Несмотря на то, что в I полугодии 2016 г. расходы также снижались, сократить дефицит бюджета расширенного правительства не удалось: он составил более 1 трлн. руб. (2,8% ВВП).

Если обратиться к анализу структуры бюджетных доходов, видно, что даже падение ВВП в 2015 г. не сказалось на снижении налоговых доходов и социальных взносов в номинальном выражении. Только с поправкой на инфляцию потребительских цен можно говорить о некотором снижении налоговых поступлений.

Снижение доходов консолидированного бюджета было обусловлено, главным образом, снижением доходов от внешнеэкономической деятельности: по итогам 2015 г. они составили 3,3 трлн. руб. (в сравнении с почти 5,5 трлн. руб. в 2014 г.). Из них более 80% поступлений приходилось на вывозные пошлины на нефть, газ и нефтепродукты, т.е. на доходы, поступающие в федеральный бюджет.

Падение цен на нефть продолжилось и в первой половине 2016 г., поэтому по итогам I полугодия вновь наблюдается падение доходов от внешнеэкономической деятельности.

В целом, несмотря на падение выпуска на 3,7%, налоговые доходы консолидированного бюджета показывают высокую устойчивость к колебаниям деловой активности и внешним шокам. Так, в 2014 г. налоговые доходы консолидированного бюджета составляли 18% от ВВП, а в 2015 г. – 19%.

При снижении выпуска рост расходов и дефицита - вполне ожидаемый результат проведения стимулирующей политики. Однако, судя по структуре и динамике отдельных видов бюджетных расходов, увеличение отдельных статей с трудом можно отнести к инструментам поддержки деловой активности.

По итогам 2015 г. (по сравнению с 2014 г.) расходы консолидированного бюджета выросли на 7,7% (таблица 2). Активнее всего росли расходы на национальную оборону, обслуживание государственного и муниципального долга, социальную политику и здравоохранение. Расходы по перечисленным направлениям росли с темпом, опережающим инфляцию.

**Таблица 3. Расходы консолидированного бюджета и бюджетов государственных внебюджетных фондов в 2015 г.**

	Млрд руб.	Удельный вес в расходах	Темп номинального роста, в % к предыдущему периоду
<b>Расходы, всего</b>	<b>29 307,78</b>	<b>100,0%</b>	<b>107,7%</b>
в т.ч.			
Общегосударственные вопросы	1 838,81	6,3%	112,2%
Национальная оборона	3 182,69	10,9%	128,3%
Национальная безопасность и правоохранительная деятельность	2 072,16	7,1%	94,5%
Национальная экономика	3 774,41	12,9%	83,1%
ЖКХ	979,93	3,3%	97,5%
Охрана окружающей среды	71,71	0,2%	102,1%
Образование	3 034,56	10,4%	99,9%
Культура, кинематография	395,63	1,3%	96,5%
Здравоохранение	2 860,99	9,8%	113,0%
Социальная политика	10 055,38	34,3%	119,6%
Физическая культура и спорт	254,87	0,9%	100,5%
Средства массовой информации	125,70	0,4%	107,1%
Обслуживание государственного и муниципального долга	660,92	2,3%	125,8%

Сильнее всего снизилось финансирование национальной экономики – на 17%. Это происходило на фоне падения промышленного производства, инвестиций и реальных доходов населения. Фактически Правительство регулярно делает выбор в пользу наименее «производительных» расходов, ухудшая структуру бюджета. В частности, расходы на научные исследования, которые в основном финансируются за счет бюджета, в 2016 г. планируется сократить примерно на 20%.

Следует отметить, что расходы на национальную оборону остаются высокими последние 8-10 лет – это не явление последнего года. Что касается расходов на обслуживание государственного и муниципального долга, то они заметно растут, начиная с 2010 г. (впервые после 1990-х гг.). Хотя федеральный бюджет не всегда сводился с запланированным дефицитом, объем внутренних заимствований стал нарастать. Соответственно возросли процентные расходы бюджета.

**Таблица 4. Расходы консолидированного бюджета РФ и бюджетов государственных внебюджетных фондов в I полугодии 2016 г., млрд руб.**

	I полугодие 2015	I полугодие 2016	I полугодие 2016 в % к I полугодию 2015 (с поправкой на инфляцию)
<b>Расходы</b>	<b>13631,5</b>	<b>13582,9</b>	<b>92,4</b>
Общегосударственные вопросы	761,0	795,1	96,9
Национальная оборона	1912,7	1471,5	71,4
Национальная безопасность и правоохранительная деятельность	927,0	878,7	87,9
Национальная экономика	1294,3	1353,7	97,0
Жилищно-коммунальное хозяйство	353,9	354,4	92,9
Охрана окружающей среды	39,9	52,7	122,6
Образование	1555,1	1586,4	94,6
Культура, кинематография	180,3	177,7	91,4
Здравоохранение	1196,9	1318,0	102,1
Социальная политика	4921,5	5055,1	95,3
Физическая культура и спорт	96,3	95,8	92,3
Средства массовой информации	58,8	52,3	82,5
Обслуживание государственного и муниципального долга	333,8	391,6	108,8

Резкая разбалансировка государственных финансов (в первую очередь, федерального бюджета) потребовала срочного сокращения расходов. 10-процентный секвестр затронул практически все направления расходов. Наибольшие сокращения произошли по статье «Национальная оборона»: расходы сократились более, чем на 23% в номинальном выражении.

## Федеральный бюджет

Падение нефтяных цен сказывается в основном на доходах федерального бюджета. В 2014 г. доходы федерального бюджета составили 14,5 трлн. руб. (18,6% ВВП), а в 2015 г. – 13,7 трлн. руб. (17% ВВП). При этом расходы федерального бюджета в процентах к ВВП не снизились, а несколько возрасли (19,4% в 2015 г. против 19,0% в 2014 г.). В итоге федеральный бюджет был сведен с дефицитом в размере около 2 трлн. руб. (2,4% ВВП). В 2014 г. расходы федерального бюджета превышали доходы лишь на 0,3 трлн. руб. (менее 0,5% ВВП).

В 2015 г. нефтегазовые доходы федерального бюджета (ожидаемо) сократились более чем на 20%. Основное падение поступлений пришлось на резкое снижение доходов от вывозных таможенных пошлин на нефть, природный газ и товары, выработанные из нефти (около 40%). Если в последние годы они составляли не менее 50% в общей сумме доходов федерального бюджета, то в 2015 г. их доля сократилась до 42,9%. При этом поступления налога на добычу полезных ископаемых в виде углеводородного сырья, напротив, выросли на 10,4% в номинальном выражении. Это несколько затормозило спад нефтегазовых доходов в целом.

В 2015 г. цена нефти сорта «Юралс» упала почти в 2 раза (исходя из среднегодовых значений). При расчете налога на добычу нефти, как известно, учитывается не только цена самой нефти, но и курс доллара США. В 2015 г. рубль подешевел относительно доллара США в 1,6 раза, а ставка НДС выросла 493 до 766 руб./тонн. В результате эффект от падения цены нефти был компенсирован ростом ставки налога и ослаблением курса рубля. *С позиции федерального бюджета укрепление рубля, не связанное с ростом цены нефти, ведет к чистым потерям нефтегазовых доходов. Тогда наращивание валютных резервов ЦБ в ситуации объективного укрепления курса рубля относительно доллара США можно рассматривать как скрытое финансирование дефицита федерального бюджета.*

Падение поступлений от вывозных пошлин на нефть было, отчасти, связано с пересмотром методики расчета ставок таможенных пошлин на сырую нефть и товары, выработанные из нефти, в сторону их снижения. В среднем за 2015 г. экспортеры уплачивали пошлины по ставке в три раза ниже, чем в 2014 г. – 120,3 долл./тонн (против 366,7 долл./тонн. в среднем за 2014 г.).

В I полугодии 2016 г. сохранилась тенденция падения нефтегазовых доходов. Вместе с тем, потребность в финансовой консолидации обусловила сокращение расходов практически по всем статьям.

Спад деловой активности, начиная с 2012 г., усугубился политическим кризисом, последовавшими санкциями, ослаблением рубля и резким падением цен на нефть в конце 2015 – начале 2016 гг. В этих условиях реализуются риски падения бюджетных доходов, что вынудило Правительство отказаться от среднесрочного

бюджетного планирования и вернуться к однолетнему планированию федерального бюджета. В отношении расходов осуществляется, на наш взгляд, крайне непоследовательная политика. Одновременно с заявлениями о снижении доходов и необходимости секвестра высокими темпами растут расходы на национальную оборону, общегосударственные вопросы, обслуживание госдолга.

## Финансирование дефицита

Проведение активной политики требует привлечения дополнительных источников финансирования, причем в кризисные периоды эти источники должны увеличиваться, чтобы расходы правительства могли, хотя бы отчасти, компенсировать сжатие спроса частного сектора.<sup>7</sup>

Вопрос о допустимости и желательности дефицитного финансирования расходов бюджета явился предметом острой дискуссии в российской экономической периодике. Так, Г. Идрисов и С. Синельников-Мурылев [4] утверждают, что «в России отсутствуют долгосрочные резервы наращивания государственных расходов» [4, стр. 49]. Однако сам факт постоянного разрыва между сбережением и накоплением в размере 4 – 5 % ВВП говорит об обратном. Авторы правы в том отношении, что и при нынешних объемах бюджетных доходов и расходов структура расходов могла быть более эффективной, но это не значит, что расходы не могут быть увеличены.

А.Г. Аганбегян [1] обосновывает необходимость дефицитного финансирования как условия роста экономики. Как он пишет, «дефицитный бюджет должен стать для России нормой, а не чрезвычайно мерой в трудных условиях» [1, с. 149]. В качестве основной причины стагнации и последующего спада российской экономики Аганбегян рассматривает жесткую бюджетную политику, сокращение государственных инвестиций и расходов на социальные цели; дефицитное финансирование государственных расходов в 2013-2014 годах могло бы предотвратить экономический спад.

Е. Гурвич и И.Соколов [2, с. 23] предлагают ввести гибкое бюджетное правило, ограничивающее размер дефицита одним процентом ВВП, но допускающее увеличение дефицита на 2,5% ВВП, в случае «экстремальных шоков», вызывающих снижение доходов бюджета на 15% или более. Бюджетное правило, предла-

---

<sup>7</sup> В западной экономической литературе (см., например Дж. Тобин [12]) принято деление дефицита на структурный дефицит (или «дефицит полной занятости»), который поддерживается постоянно, независимо от стадии цикла, и дополнительный, циклический дефицит, который формируется в периоды рецессии.

гаемое авторами, по нашему мнению, близко к требованию бездефицитного бюджета, допускающему лишь компенсацию сокращения доходов во время циклических спадов.

Следует отметить, что в ежегодных докладах Минэкономразвития [7],[8],[9] пересмотр бюджетного правила рассматривается как одна из предпосылок возобновления экономического роста.

Дефицитное финансирование, если оно не связано с внешними займами или перераспределением в пользу бюджета ресурсов, уже вовлеченных в хозяйственный оборот, мобилизует внутренние ресурсы экономики, которые в ином случае остаются неиспользованными или вывозятся за границу. Размер дефицита должен лимитироваться объемом неиспользованных ресурсов (включая ресурсы, вывозимые за границу). В период кризисов производительность экономики снижается, так что, казалось бы, возможности дефицитного финансирования сужаются, в то время как потребность в нем увеличивается. Однако нужно иметь в виду, что во время кризисов увеличиваются незанятые ресурсы труда и капитала, которые могут быть вовлечены в активную хозяйственную деятельность при условии создания дополнительного спроса.

В *Сценарных условиях* предусматривается сохранение бюджетного дефицита во всех вариантах прогноза. Снижение доходов бюджета обусловит, согласно докладу МЭР, не только систематический дефицит, но потребует сокращения расходов бюджета в реальном выражении на 5% ежегодно (согласно консервативному варианту – на 10%). Правда, речь идет о сокращении «неэффективных расходов». Но если норма снижения расходов задается директивно, нет уверенности в том, что будут урезаны именно «неэффективные» расходы. Рационализировать бюджетные расходы конечно нужно, но при этом совсем не обязательно их сокращать, если есть возможность увеличить поступления. А такая возможность сохраняется.

В *Сценарных условиях* говорится, что на прогнозируемом отрезке времени государственные инвестиции будут сокращаться. Кроме того, для того, что достичь целевых показателей по инфляции, будет ужесточаться денежно-кредитная политика. *Сочетание жесткой денежной и бюджетной рестрикции обрекает экономику на длительную стагнацию.*

Согласно *Сценарным условиям*, доходы бюджета в среднесрочной перспективе снижаются, либо вследствие укрепления курса рубля (базовый и целевой варианты), либо вследствие падения мировых цен (консервативный вариант). Потери экспортеров и сокращение поступлений в бюджет вследствие снижения мировых цен до сих пор в решающей степени «компенсировалось» понижением валютного курса рубля. Авторы прогноза высказывают сожаление в связи с тем, что падение курса рубля не полностью компенсирует потери от снижения мировых

цен.<sup>8</sup> Но снижение валютного курса не создает дополнительный доход, а лишь перераспределяет добавленную стоимость в пользу экспортеров и других продавцов валюты на внутреннем рынке.

Аналогично, укрепление рубля не уничтожает какую-либо часть совокупного дохода, а лишь опосредует противоположное направление перераспределения добавленной стоимости, – в пользу покупателей импортных товаров потребительского, инвестиционного и промежуточного спроса. Выигрыш одних отраслей и видов деятельности в результате изменения валютного курса рубля (понижения или повышения) равен потерям других.

Укрепление рубля снизит доходы нефтегазового комплекса и других отраслей, ориентированных на экспорт. Соответственно, сократится их вклад в доходы бюджета. Но одновременно повысятся доходы отраслей и предприятий, работающих на внутренний рынок, так что, *в конечном счете*, потери бюджета будут не только компенсированы, но и возрастут вследствие кумулятивного снижения издержек (промежуточного потребления в номинальном выражении) и роста прибыли. Однако временные потери в связи с укреплением рубля и снижением доходов от экспорта энергоносителей неизбежны хотя бы потому, что легче собрать налоги с десятка крупнейших сырьевых монополий, чем с десятков и сотен тысяч средних и мелких предприятий.

Частичным замещением нефтегазовых поступлений бюджета может явиться прогрессивный подоходный налог с достаточно крутой шкалой ставок налогообложения. В дальнейшем шкалу можно сделать менее крутой.

Далее, нужно пойти на формирование крупного дефицита федерального бюджета, финансируемого за счет прироста денежной базы, внутреннего долга и сокращения валютных резервов (бюджетных фондов или другой части официальных резервов – это не имеет принципиального значения).

В *Сценарных условиях* не содержится какого-либо определенного суждения о допустимых и желательных размерах бюджетного дефицита, о предпочтительности жесткой или мягкой бюджетной политики. Напротив, авторы доклада Центрального банка не только намечают жесткую монетарную политику, подавляющую спрос, но настаивают также на жесткой бюджетной политике.<sup>9</sup> В мировой практике монетарная и бюджетная политика не только дополняют, но нередко компенсируют друг друга, например, жесткая монетарная политика компенсируется мягкой бюджетной политикой и наоборот. Авторы доклада ЦБ настаивают на том, чтобы сжатие спроса (парализующее экономический рост) достигалось как с помощью денежной, так и с помощью бюджетной политики.

---

<sup>8</sup> [10, с. 19]

<sup>9</sup> [6, с. 33]

В *Сценарных условиях* источники финансирования дефицита явным образом не определены, так же как нет даже ориентировочной оценки возможных размеров дефицита федерального бюджета (хотя есть оценка дефицита консолидированных бюджетов субъектов РФ). В начале текста *Сценарных условий* говорится, что налоги не должны повышаться, а бюджетные фонды, по возможности, нужно сохранить; для этого следует мобилизовать все возможности внутренних и внешних заимствований.<sup>10</sup> Однако в другом месте рассматриваемого документа утверждается, что в прогнозируемом периоде именно бюджетные фонды явятся основным источником финансирования дефицита.<sup>11</sup> Кроме того, констатируется, что масштабные заимствования правительства (0,8 – 1,1 трлн. рублей ежегодно) окажут «тормозящее воздействие» на кредитование реального сектора.<sup>12</sup>

В вопросе о финансировании дефицита необходимо добиться, прежде всего, теоретической ясности. Затем можно будет перейти к ориентировочному количественному определению источников финансирования дефицита.

Дефицит может финансироваться за счет прироста обязательств правительства или сокращения государственных активов, например, валютных резервов или внутреннего кредита центрального банка. К доходам от сокращения государственных активов нужно отнести также доходы от приватизации и продажи драгметаллов, но значение этих источников финансирования дефицита минимально.

К числу государственных обязательств относятся не только облигации государственного долга, но и деньги центрального банка. Во всем мире эмиссионный ресурс центрального банка является важным и предпочтительным источником финансирования дефицита, потому что не связан с процентными выплатами и погашениями долга. Однако в России эмиссионный ресурс в качестве источника финансирования дефицита явным образом не используется, и в докладах МЭР и ЦБ не упоминается.

Разумеется, масштабы прироста денежной базы должны определяться не запросами бюджета, а потребностью экономики в ликвидности. Но коль скоро потребность экономики в ликвидности количественно определена, наиболее эффективным направлением использования эмиссионного ресурса является финансирование дефицита бюджета.

Прирост государственного долга не должен вытеснять инвестиции частного сектора в реальный капитал; желательно, чтобы прирост долга правительства вытеснял иностранные активы частного сектора. Кроме того, прирост долга не должен чрезмерно обременять бюджет процентными выплатами. Высокая процентная ставка, кратно превышающая темпы роста экономики, делает государствен-

---

<sup>10</sup> [10, с. 4].

<sup>11</sup> [10, с. 51].

<sup>12</sup> [10, с. 50].

ные заимствования крайне неэффективным инструментом финансирования дефицита. Расширение государственных заимствований должно сопровождаться политикой снижения процентных ставок и ограничения вывоза капитала.

Сокращение иностранных активов правительства (особенно, когда эти активы избыточны) является эффективным источником финансирования дефицита. Нужно, однако, иметь в виду, что использовать иностранные активы для финансирования внутренних расходов можно лишь при условии, что спрос на иностранную валюту со стороны частного сектора превышает ее предложение. Если предложение иностранной валюты на внутреннем рынке превышает спрос частного сектора (как это было в течение последних четырех кварталов), тогда продажа валюты одним из агентов государства, например, Минфином, должна уравновешиваться ее покупкой другим агентом, а именно, Центральным банком.

Итак, если ситуация на валютном рынке складывается таким образом, что продажу части официальных резервов невозможно избежать, тогда за счет сокращения иностранных активов правительство может финансировать как внешние, так и внутренние расходы бюджета. Если на валютном рынке существует избыток предложения иностранной валюты относительно спроса на нее, тогда финансирование внутренних расходов бюджета за счет сокращения иностранных активов правительства становится практически невозможным.

Именно такая ситуация была характерна для российской экономики в течение последних четырех кварталов. Номинально дефицит финансировался за счет бюджетных фондов. В реальности Минфин продавал валюту из бюджетных фондов, а ЦБ ее покупал. Бюджетные фонды номинально сокращались, валютные резервы в целом – росли, поскольку покупка валюты Центральным банком превышала ее продажу Минфином.

По образному выражению Джеймса Тобина [12, с.156], долг министерства финансов перед центральным банком - это долг левой руки перед правой. Продолжая метафору, можно сказать, что покупка иностранной валюты Центральным банком у Минфина – это покупка правой руки у левой. Трансакции между ЦБ и Минфином носят, скорее, характер трансфертов, чем действительной купли-продажи на валютном рынке. Так, директор департамента ЦБ С.Р. Моисеев [5, с. 30] пишет: «Банк России продолжил проведение нерыночных операций, связанных с расходованием или пополнением Министерством финансов суверенных фондов».

В такой ситуации реальным источником финансирования дефицита неизбежно становится, либо прирост обязательств Центрального банка (например, прирост денежной базы), либо сокращение его внутренних активов. На деле в течение последних четырех кварталов дефицит финансировался главным образом, за счет

сокращения внутреннего кредита (преимущественно – кредита, предоставленного Банком России кредитным организациям), а не за счет прироста денежной базы.

Авторы доклада МЭР, по-видимому, предполагают, что такая схема финансирования дефицита сохранится на протяжении прогнозируемого периода. Так, в докладе говорится: «*Финансирование дефицита в прогнозный период будет осуществляться за счет использования Резервного фонда и Фонда национального благосостояния*»<sup>13</sup>. А на предшествующей странице мы читаем: «Основным каналом поступления денег в экономику в 2016 году будет (как и годом ранее) канал бюджетный. При этом *расходование средств из Резервного фонда будет стерилизоваться через дальнейшее сокращение валового кредита*»<sup>14</sup>.

Сокращение внутреннего кредита ЦБ является самым нежелательным источником финансирования дефицита, особенно во время депрессии. Однако именно этот источник использовался денежными властями России в течение последних четырех кварталов.

Номинально основным источником финансирования дефицита, как в 2009 – 2010, так и в 2015-2016 годах были бюджетные фонды, т.е. уменьшение определенной категории иностранных активов. Однако на деле финансирование внутренних расходов за счет уменьшения иностранных активов расширенного правительства было возможно только при условии, что на валютном рынке существует избыточный спрос на иностранную валюту.

Такая ситуация была характерна для первого полугодия 2015 года, поэтому, как представлено в таблице 5, именно в этом полугодии дефицит действительно финансировался за счет сокращения иностранных активов.

---

<sup>13</sup> [10, Стр. 51]

<sup>14</sup> Стр. 50 [10, Стр. 50]

**Таблица 5. Реальные источники финансирования дефицита федерального бюджета, в процентах ВВП**

	Дефицит (-), профицит (+) федерального бюджета	Источники финансирования						Справочно: Изменение денежной базы, всего	
		Прирост внутренних обязательств		Прирост внешних обязательств	Уменьшение внутренних активов				Уменьшение внешних активов
		Внутрен- ний долг	Денежная база		Доход от приватизации	Продажа драгметаллов	Сокращение внутреннего кредита		
2009	-7,23	1,07	1,19		0,01	0,01	4,91	2,29	
2010	-5,01	1,34	1,04		0,03	0,02	2,31	3,72	
2011	0,46	1,81			0,21	0,01		0,81	
2012	-0,08	0,76		0,03	0,07	0,01		1,81	
2013	-0,53	0,50		0,07	0,06	0,0		0,92	
2014	-1,21	1,32			0,04			1,06	
2015									
I полугодие	-3,41				0,0		1,37	2,04	-4,34
II полугодие	-3,64	0,16	1,01		0,01		2,46		3,09
2016									
I полугодие	-4,09	0,63		0,24	0,02	0,01	3,19		-0,67

Источники: Официальный сайт Росстата, официальный сайт Банка России.

В 2009 и 2010 годах, а также во втором полугодии 2015 и первом полугодии 2016 года на внутреннем рынке наблюдалось избыточное предложение иностранной валюты, поэтому реального сокращения иностранных активов не происходило, валюта из бюджетных фондов перемещалась в официальные резервы, управляемые Центральным банком. Соответственно, средства бюджетных фондов в качестве источника финансирования дефицита замещались ресурсами ЦБ. Как видно из таблицы 5, для финансирования дефицита частично использовался эмиссионный ресурс, но решающую роль играло сжатие внутреннего кредита ЦБ.

Авторы *Сценарных условий* не пытаются даже приблизительно определить допустимый и желательный размер дефицита. Попробуем сделать это сами. Размер дефицита должен определяться возможностями его безинфляционного финансирования, а именно, приростом денежной базы в соответствии с потребностями экономики в ликвидности, возможностями продажи части валютных резервов на внутреннем рынке, возможностями расширения внутреннего государственного долга, вытесняющего прирост иностранных активов корпораций и домохозяйств.

Принимая во внимание, что в 2015 году денежная база сократилась, ее прирост в 2016 году мог бы составить не менее 3 процента ВВП. Прирост государственного долга, при условии ограничения спроса на иностранные активы и качественного снижения процентных ставок, мог бы составить, ориентировочно, 2% ВВП. В случае значимого укрепления рубля (в сегодняшних условиях для этого достаточно отказаться от прироста валютных резервов) возрастет импорт, следовательно, увеличится спрос на иностранную валюту. Продажа иностранной валюты (из бюджетных фондов, которыми ведает Минфин, или из прочих резервов – это не имеет значения) на 10-12 млрд долларов позволит увеличить финансирование дефицита, примерно, еще на 1 процент ВВП.

В сумме дефицит бюджета может составить ориентировочно 7 – 8 процентов ВВП. Такой дефицит в сочетании с прогрессивным подоходным налогом мог бы обеспечить замещение снижающихся нефтегазовых доходов на том отрезке времени, который необходим, чтобы экономика реально освободилась от нефтяной зависимости. В дальнейшем повышение рентабельности отраслей, работающих на внутреннем рынке, и экономики в целом с лихвой компенсирует выпадающие доходы от экспорта энергоносителей.

Прирост денежной базы лишь эпизодически и далеко не полностью использовался в качестве источника финансирования дефицита. Однако, как видно из таблицы 5 (см. последний столбец таблицы), использование эмиссионного ресурса могло бы, либо обеспечить финансирование решающей части дефицита, не обременяя бюджет процентными выплатами и не свертывая внутренний кредит, либо позволить качественно увеличить дефицит федерального бюджета. Вопрос о

закономерностях формирования денежной базы и о взаимосвязи этого процесса с динамикой внутренних и внешних активов и обязательств Центрального банка будет рассмотрен в следующем разделе доклада.

## ГЛАВА IV. Баланс Центрального банка и формирование денежной базы

В монетарной теории денежная база обычно рассматривается как параметр, экзогенно задаваемый денежными властями, которые определяют количественные значения денежного предложения Центрального банка и выбирают альтернативные каналы этого предложения: прирост иностранных активов, кредитование банков или кредитование правительства. Однако в практике ЦБ РФ прирост денежной базы подвержен столь сильным колебаниям от года к году, что, вопреки допущению, обычно принимаемому в монетарной теории, количественные значения прироста денежной базы, очевидно, не задаются экзогенно, а детерминируются процессами, отражаемыми другими статьями баланса ЦБ. Так, сокращение денежной базы по итогам 2015 года вряд ли было результатом сознательного выбора денежных властей.

Динамика денежной базы определяется комбинацией значений ряда факторов: прироста или сокращения остатков на счетах правительства, прироста или сокращения чистых иностранных активов и внутреннего кредита ЦБ. Конечно, количественное значение каждого из этих факторов не случайно, оно определяется тем или иным процессом в экономике, но комбинация их значений оказывается более или менее случайной, во всяком случае – в практике ЦБ РФ. Поэтому прирост денежной базы также оказывается случайным, далеко не всегда соответствующим потребности экономики в ликвидности и задаче поддержания экономического роста.

В таблице 6 представлен баланс ЦБ, перестроенный таким образом, чтобы денежная база явно выступала в качестве результирующей переменной. Здесь статья «внутренний кредит» включает прирост кредитов, предоставленных ЦБ банкам, другим организациям, правительству РФ и властям субъектов РФ. Статья «обязательства перед правительством» включает прирост остатков на счетах правительства РФ и субъектов РФ, а также прирост капитала Центрального банка.

Таблица 6. Формирование денежной базы в 2001-2015 годах; увеличение денежной базы (+) уменьшение денежной базы (-), млрд руб.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Чистые иностранные активы	371,7	494,5	787,9	1225,1	1860,4	2751,7
Внутренний кредит	30,8	-5,0	-99,3	-71,6	-300,9	-13,7
Обязательства перед правительством	-130,7	-185,3	-21,6	-492,2	-1120,4	-1415,6
Другие чистые пассивы	-65,1	0,2	14,7	-195,3	94,8	-114,1
<b>Прирост денежной базы</b>	<b>206,7</b>	<b>304,3</b>	<b>681,7</b>	<b>466</b>	<b>533,9</b>	<b>1208,2</b>
Прирост денежной базы в % ВВП	2,31	2,81	5,16	2,74	2,47	4,49

Таблица 6. (продолжение)

	2007	2008*	2009*	2010*	2011	2012
Чистые иностранные активы	3745,6	-2770,1	495,9	1323,3	1456,3	292,9
Внутренний кредит	193,6	3933,2	-1905,1	-1387,9	1120,4	1536,7
Обязательства перед правительством	-2731,2	-86,9	1926,0	1336,6	2195,8	-619,9
Другие чистые пассивы	182,6	-1010,4	371,7	450,9	-72,8	0,9
<b>Прирост денежной базы</b>	<b>1390,9</b>	<b>65,4</b>	<b>888,5</b>	<b>1723,0</b>	<b>453,8</b>	<b>1208,7</b>
Прирост денежной базы в % ВВП	4,18	0,16	2,29	3,72	0,81	1,81

Таблица 6. (окончание)

	2013	2014*	2015		2016*
			1 п/г	2 п/г*	1 п/г
Чистые иностранные активы	314,5	-4309,6	-1125,1	900	148,6
Внутренний кредит	1706,4	5369,8	-2165,9	-924,1	-2515,3
Обязательства перед правительством	-1172,7		1423,7	1253,0	2108,5
Другие чистые пассивы	-197,2	-232	241,8	108,4	
<b>Прирост денежной базы</b>	<b>651,1</b>	<b>828,1</b>	<b>-1625,5</b>	<b>1337,3</b>	<b>-258,2</b>
Прирост денежной базы в % ВВП	0,92	1,06	-4,34	3,09	-0,67

\* В те годы, когда происходили резкие изменения валютного курса рубля (2008 – 2010, 2014-2016), динамика чистых иностранных активов, представленная в балансе ЦБ в рублях, не отражала действительную динамику чистых иностранных активов в долларах. В пассиве баланса ЦБ переоценка иностранных активов, в зависимости от ее масштабов, отражалась в разные годы, либо только в динамике прочих чистых пассивов, либо, кроме того, в динамике остатков на счетах правительства, либо также в динамике капитала ЦБ. Вычитая значения соответствующих статей по пассиву баланса из номинального прироста чистых иностранных активов, мы получаем изменение чистых иностранных активов, примерно соответствующее изменению валютных резервов, представленному в платежном балансе в долларах США. При этом знак изменения чистых иностранных активов иногда меняется на противоположный. Так, вместо номинального прироста чистых иностранных активов в 2008 и в 2014 годах мы получаем их реальное сокращение, вместо номинального сокращения в I полугодии 2016 года – реальный прирост.

Источник: Официальный сайт Банка России

В этой таблице изменения активов или обязательств ЦБ, детерминирующие увеличение денежной базы, даны со знаком плюс, изменения, обуславливающие сокращение денежной базы – со знаком минус. Так, прирост чистых иностранных активов или внутреннего кредита детерминирует увеличение денежной базы, а их сокращение сопряжено с уменьшением денежной базы. Поэтому значения прироста чистых иностранных активов и внутреннего кредита показаны со знаком плюс, а уменьшение – со знаком минус. Напротив, *прирост* обязательств перед правительством (и других пассивов ЦБ) детерминирует *сокращение* денежной базы, а их *уменьшение* сопряжено с *приростом* денежной базы. Поэтому прирост обязательств перед правительством представлен в таблице со знаком минус, а их уменьшение – со знаком плюс. Изменение денежной базы является суммирующей

щим результатом всех этих процессов, обычно – разнонаправленных, в той или иной степени уравнивающих друг друга.

Таблица 6 позволяет четко определить количественные параметры факторов, детерминирующих прирост денежной базы, и факторов, его ограничивающих, или даже вызывающих абсолютное сокращение денежной базы в отдельные периоды.

Так, в 2001-2007 годах прирост денежной базы детерминировался приростом иностранных активов и ограничивался увеличением остатков на счетах правительства (увеличением обязательств ЦБ перед правительством). Напомним, что знак минус здесь означает не уменьшение остатков на счетах правительства, а уменьшение денежной базы вследствие *увеличения* остатков на счетах правительства.

В 2008 году резкое расширение внутреннего кредита ЦБ практически полностью уравнивалось сокращением чистых иностранных активов и приростом других чистых пассивов, так что прирост денежной базы был близок к нулю.

В 2009 и 2010 годах прирост денежной базы детерминировался сокращением остатков на счетах правительства (финансированием бюджетного дефицита) и приростом иностранных активов, но ограничивался сжатием внутреннего кредита ЦБ.

В 2011 – 2013 годах прирост денежной базы детерминировался, главным образом, кредитами, предоставленными банкам, и, в меньшей степени – приростом иностранных активов. Сдерживался прирост денежной базы в результате увеличения остатков на счетах правительства, т.е. *фактическим* избытком бюджета (номинальный профицит фиксировался только в 2011 году<sup>15</sup>).

В 2014 году увеличение денежной базы было обусловлено приростом внутреннего кредита, превысившего сокращение иностранных активов. Однако в I полугодии 2015 года сокращение иностранных активов и сокращение внутреннего кредита в сумме значительно превысили сокращение обязательств перед правительством, что обусловило сокращение денежной базы. Хотя во 2 полугодии 2015 года денежная база выросла, однако по итогам года она все же сократилась. Такая ситуация не имела аналога в предшествующие периоды.

В I полугодии 2016 года иностранные активы не сократились, а несколько выросли, однако сокращение внутреннего кредита превысило сумму увеличения иностранных активов и сокращения остатков на счетах правительства, что обусловило сокращение денежной базы, хотя и не столь масштабное, как в 1 полугодии 2015 года.

Вполне возможно, что сжатие внутреннего кредита вызывалось не только действиями ЦБ, но и предпочтениями самих банков – получателей кредитов (при

---

<sup>15</sup> Номинально федеральный бюджет в 2012 и 2013 годах сводился с небольшим дефицитом, однако источники его финансирования (главным образом – прирост внутреннего долга) превышали размер дефицита, так что остатки на счетах правительства не сокращались, а увеличивались.

заданных процентных ставках), однако, и в этом случае сокращение денежной базы можно было предотвратить, увеличив расходы бюджета и их дефицитное финансирование. Как увеличение денежной базы, так и рост расходов бюджета могли способствовать смягчению спада.

Денежная база могла бы быть экзогенным параметром, определяемым денежными властями, лишь в том случае, если бы денежные власти регулировали («подстраивали») изменения, других активов и пассивов ЦБ, исходя из заданного прироста денежной базы и, возможно, части других параметров. Например, заданным параметром, наряду с изменением денежной базы, может быть кредит правительству (обусловленный намечаемым дефицитом бюджета), а регулируемые («подстраиваемыми») параметрами – изменения иностранных активов, кредита банкам и остатков на счетах правительства. Разумеется, в разные годы состав задаваемых и «подстраиваемых» параметров может изменяться в зависимости от конкретной ситуации.

## ГЛАВА V. Перераспределение сбережения институциональных секторов

Рассмотрим теперь, как общая экономическая ситуация (в частности, финансирование дефицита за счет сжатия внутреннего кредита) сказывалась на кредитной активности банков.

Общая схема перераспределения сбережений при посредстве банковской системы представлена в таблице 7. В этой таблице данные о чистом заимствовании у банковской системы даны со знаком минус, данные о чистом кредитовании банковской системы – со знаком плюс. В первых двух колонках таблицы данные о чистом заимствовании и чистом кредитовании нефинансовых корпораций и домохозяйств определены как разница между их банковскими депозитами и предоставленными им кредитами. В третьей и четвертой колонке приведены данные об обязательствах банков, которые доступная статистика не позволяет вменить той или иной категории кредиторов – домохозяйствам или корпорациям. Речь идет, во-первых, о банковских облигациях и векселях, во-вторых, о депозитах, не включаемых в широкую денежную массу. Заметим, что рост этой категории депозитов резко ускоряется в острые периоды кризисов (2008, 2014), когда увеличивается размер депозитов, резервируемых для покупки валюты.

Чистое кредитование и чистое заимствование остального мира определяется как разница между иностранными обязательствами и иностранными активами банков, чистое кредитование и чистое заимствование Центрального банка – как разница между кредитами, предоставленными ЦБ коммерческим банкам, и обязательствами ЦБ (банковскими резервами ликвидности). Аналогичные показатели для правительства вычисляются как разница между обязательствами банков перед расширенным правительством (главным образом – остатками на счетах федерального правительства и властей субъектов РФ и муниципалитетов) и кредитом, предоставленным банками расширенному правительству.

Чистое кредитование и чистое заимствование финансовых корпораций (включая сами банки) вычисляется следующим образом. К обязательствам финансовых корпораций относится капитал банков и депозиты других финансовых организаций, к активам – кредиты, предоставленные банками другим финансовым организациям. Разница между определенными таким образом обязательствами и активами финансовых корпораций приведена в 8 колонке таблицы 7.

Главная задача, которую призвана решать банковская система (и система финансовых посредников в целом) – это перераспределение сбережений в пользу тех

субъектов экономики и тех институциональных секторов, которые осуществляют основные инвестиции в реальный капитал, т.е., прежде всего – в пользу нефинансовых корпораций. Объем сбережения, перераспределяемый между институциональными секторами при посредстве банковской системы, составил менее 6% ВВП в 2011 году, около 7% ВВП в 2014 году и более 10% в 2015. Однако чистое кредитование нефинансовых корпораций отнюдь не росло, а снижалось, не смотря на то, что в кризисном 2015 году ресурсы банковской системы резко увеличились за счет чистых обязательств перед домашними хозяйствами (возросли сбережения домохозяйств в форме депозитов, одновременно сократились предоставленные им банковские кредиты).

**Таблица 7. Чистое кредитование банковской системы (+), чистое заимствование у банковской системы (-), в процентах ВВП**

	Чистое кредитование (+), чистое заимствование (-) (депозиты минус кредиты)		Прочие чистые обязательства банков перед корпорациями и домохозяйствами		Остальной мир	ЦБ	Правительство	Финансовые корпорации	Итого чистое кредитование (= чистому заимствованию)
	Нефинансовые корпорации	Домашние хозяйства	Облигации и векселя бан- ков	Депозиты, не включаемые в денежную мас- су					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011	-3,80	0,93	0,29	0,44	-1,60	2,35	-0,33	1,72	5,73
2012	-2,86	-0,27	0,47	0,06	0,55	1,21	-0,54	1,38	3,67
2013	-1,73	0,26	0,41	0,40	-0,78	2,32	-1,33	0,46	3,84
2014	-2,62	-0,01	0,26	1,46	-2,88	4,85	0,13	-1,18	6,97
2015	-0,54	6,45	0,32	0,75	-3,38	-6,11	0,89	1,63	10,04
1 п/г	-1,57	5,19	0,21	0,35	-4,47	-6,30	4,76	1,83	12,34
2 п/г	0,34	7,55	0,42	1,09	-2,44	-5,95	-2,46	1,45	10,85
2016									
1 п/г	-1,30	0,00	0,01	0,02	2,00	-7,13	3,52	2,88	8,43

Источник: Официальный сайт Банка России.

Важно отметить, что уже в 1 полугодие 2016 года чистое кредитование банковской системы сектором домохозяйств было близко к нулю. Если в 2015 году падение текущего потребительского спроса сопровождалось усилением сбережения, то дальнейшее снижение доходов сопровождалось как падением спроса, так и стагнацией сбережения.

В таблице 8 представлены данные о доле различных секторов в чистом кредитовании коммерческими банками. Как видно из этой таблицы, доля нефинансовых корпораций, составлявшая в 2012 году около 78% от общего объема чистого кредитования, в 2015 году снизилась до 5%, причем во втором полугодии 2015 года чистое кредитование нефинансовых корпораций банками вообще прекратилось.

**Таблица 8. Доля чистого кредитования институциональных секторов системой коммерческих банков, в процентах к итогу**

	Всего чистое кредитование	Нефинансовые корпорации	Домашние хозяйства	Остальной мир	ЦБ	Правительство	Финансовые корпорации
2011	100	66,31	0	27,92	0	5,76	0
2012	100	77,93	7,36	0	0	14,71	0
2013	100	45,05	0	20,31	0	34,63	0
2014	100	37,59	0,14	41,32	0	0	16,93
2015	100	5,38	0	33,67	60,86	0	0
1 п/г	100	12,72	0	36,22	51,05	0	0
2 п/г	100	0	0	22,49	54,84	22,67	0
2016							
1 п/г	100	15,42	0	0	84,58	0	0

*Источник:* Официальный сайт Банка России

Основным «чистым заемщиком» кредитных организаций в 2015 и 2016 годах стал Центральный банк. Чистое заимствование ЦБ у коммерческих банков составило в 2015 году более 6 процентов ВВП, в 1 полугодии 2016 года – более 7 процентов. В 2011 – 2014 годах ЦБ был самым крупным чистым кредитором банковской системы, но в 2015 году «чистое кредитование» Центрального банка коммерческими банками составило более 60% от общего объема чистого кредитования, в первом полугодии 2016 года – около 85%.

Чистое кредитование Центрального банка коммерческими банками отражало не рост его обязательств, а сокращение его активов – кредитов, предоставленных банкам. Как уже говорилось, сжимая внутренний кредит (главным образом – кредит банкам), ЦБ *фактически* финансировал дефицит бюджета. Таким образом, принятая схема финансирования дефицита обуславливает стагнацию банковского кредитования реального сектора и во многом объясняет затяжную депрессию экономики.

## **Выводы**

1. Рост сальдированной прибыли в 2015 году вследствие снижения реальной заработной платы был временным явлением; в 2016 году возобновилось снижение прибыли в реальном выражении. По мере затягивания рецессии падает не только потребительский спрос, но сокращается также сбережение сектора домашних хозяйств.

Как снижение реальной заработной платы и увеличение прибыли, так и сокращение расходов на текущее потребление и увеличение сбережения не привели к росту инвестиций в реальный капитал. Напротив, падение потребительского спроса вызвало вторую, индуцированную волну спада инвестиций и способствовало углублению рецессии.

Дальнейшее снижение реальной заработной платы приведет скорее к увеличению выплачиваемых доходов от собственности и иностранных активов корпораций, чем к росту реальных инвестиций.

Для увеличения инвестиций необходимо снижение процентных ставок, укрепление валютного курса рубля, активизация государственных инвестиций.

2. В 2015–2016 годах экономика обнаружила достаточную степень эластичности и приспособляемости к меняющимся внешнеэкономическим условиям. Падение активного сальдо торгового баланса уравнивалось сокращением отрицательного сальдо счетов услуг, инвестиционных и трудовых доходов. Погашение иностранных обязательств в значительной мере уравнивалось сокращением иностранных активов. В результате сложились условия для укрепления курса рубля. Однако проводимая валютная, монетарная и бюджетная политика не только не способствовали адаптации экономики к изменившимся условиям, но, скорее, препятствовали этой адаптации, вынуждая экономику функционировать в рамках старой, исчерпавшей себя модели.

3. Как в периоды спадов, так и в периоды подъемов правительство должно располагать регулярными источниками финансирования бюджетного дефицита. Такими источниками могут быть увеличение обязательств и сокращение активов (внутренних и иностранных) правительства и Центрального банка. Денежная база, наряду с размещением государственного долга, представляет собой обязательства расширенного правительства, но беспроцентные и безвозвратные.

В течение рассматриваемого периода формирование и использование источников финансирования дефицита было крайне бессистемным и неэффективным. Прирост внутреннего долга не всегда был связан с финансированием дефицита.

В 2009–2010 и 2015–2016 годах дефицит финансировался преимущественно за счет самого неэффективного источника – сжатия внутреннего кредита – тогда как наиболее эффективный источник – прирост денежной базы – для финансирования дефицита практически не использовался. Комбинирование факторов динамики денежной базы было, по сути дела случайным, в итоге случайными оказывались и сами изменения денежной базы.

**4.** Регулирование прироста денежной базы требует целенаправленного воздействия на ряд макроэкономических процессов, в частности, на формирование иностранных активов правительства. Экономическая теория не может дать однозначных рекомендаций, как именно должны комбинироваться факторы, определяющие динамику денежной базы в каждом конкретном периоде. Здесь мы вступаем в область искусства монетарной политики.

**5.** Финансирование дефицита за счет сжатия внутреннего кредита Центрального банка, в значительной мере сокращало ресурсы кредитования реального сектора экономики и способствовало затяжной рецессии.

## Литература

1. *Аганбегян А.* (2015) Как госбюджет может стать локомотивом социально-экономического развития страны. //Вопросы экономики, № 7. С. 142–151.
2. *Гурвич Е., Соколов И.* (2016) Бюджетные правила: избыточное ограничение или неотъемлемый инструмент бюджетной устойчивости?// Вопросы экономики, № 4. С. 5–29.
3. *Дробышевский С.М., Трунин П.В., Божечкова А.В., Синельникова-Мурылева Е.В.* (2016) Влияние ставок процента на экономический рост.//Деньги и кредит, № 9, с.29–39.
4. *Идрисов Г., Синельников-Мурылев С.* (2013) Бюджетная политика и экономический рост. Вопросы экономики, № 8. С. 35–55.
5. *Моисеев С.Р.* (2016) Валютные интервенции. Исторический опыт Банка России в 1992–2015 годах.//Деньги и кредит, № 6. С. 24–31.
6. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и плановый период 2018–2019 годов. (2016) Официальный сайт Банка России.
7. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2014 год и плановый период 2015–2016 годов. (2013). Официальный сайт Минэкономразвития
8. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2015 год и плановый период 2016–2017 годов. (2014) Официальный сайт Минэкономразвития.
9. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2016 год и плановый период 2017–2018 годов. (2015). Официальный сайт Минэкономразвития.
10. Сценарные условия, основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации и предельные уровни цен (тарифов) на услуги компаний инфраструктурного сектора на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов. (2016) Официальный сайт Минэкономразвития.
11. *Тобин Дж.* (2009) Денежная политика и экономический рост. М. URSS
12. *Тобин Дж.* (2015) Денежная политика в условиях неопределенности.//«Истоки». Издательский дом Высшей школы экономики, С. 260-281.
13. *Чернядьев Д.Н., Власов С.А.* (2016) Умеренно-жесткая денежно-кредитная политика необходима для достижения целевого уровня инфляции в 2017 году // Деньги и кредит, № 10., с. 8– 15.

*Научный доклад*

**Букина И.С., Маневич В.Е.**

**Кредитно-денежная и финансовая система России  
в 2015 году и в первом полугодии 2016 года**

---

Подписано в печать 17.10.2016.  
Зак. № 34. Тир. 70 экз. Объем 1,9 уч.-изд. л.  
Редактор *Полякова А.В.*  
Компьютерная верстка *Сухомлинов А.Р.*  
Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 978-5-9940-0575-0



9 785994 005750