

## МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РФ И ДИНАМИКА РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ В 2015–2017 гг.

**В.Е. Маневич**

Денежно-кредитная политика воздействует на ряд ключевых параметров экономической системы, во многом определяющих динамику экономики, в частности на процентные ставки, валютный курс, количество денег высокой эффективности. В современных условиях российской экономики непосредственное воздействие на систему процентных ставок оказывают ставки не по кредитным, а по депозитным операциям ЦБ, поскольку они определяют минимальную доходность активов, приемлемую для банков. Высокая ставка по депозитам в ЦБ деформирует структуру активов банков, подавляет их кредитную и инвестиционную активность. Даже небольшое снижение депозитной ставки ЦБ в 2017 г. способствовало активизации кредитной политики банков. Если депозитная ставка ЦБ будет снижена ниже уровня рыночной доходности государственных облигаций, то минимальная доходность, приемлемая для инвесторов (банковских и небанковских), будет определяться реальной ставкой по обязательствам правительства. А ЦБ мог бы регулировать доходность государственных облигаций с помощью операций на открытом рынке. В статье анализируются эффекты изменения валютного курса в зависимости от того, в какой валюте оплачивается экспорт и импорт страны. Ослабление курса рубля к резервным валютам делает приобретение товаров российского экспорта более выгодным для иностранных покупателей лишь в том случае, если экспорт оплачивается в рублях. Если же расчеты по экспорту осуществляются в долларах и других резервных валютах, ослабление курса рубля приносит выгоду экспортерам лишь за счет внутренней экономики. Нарастание внутреннего долга, превыша-

© Маневич В.Е., 2018 г.

Маневич Виталий Ефимович, д.э.н., профессор, руководитель научного направления «Экономическая политика» Института экономики РАН, Москва

ющее размер бюджетного дефицита, сопряжено с сокращением денежной базы или замедлением ее роста. По сути, беспроцентные обязательства расширенного правительства (резервные деньги) в таком случае замещаются процентными обязательствами (облигациями правительства). Относительно стабильный размер денежного предложения ЦБ позволил бы поддерживать устойчивый объем бюджетного дефицита, а увеличение дефицита во время депрессии можно было бы финансировать за счет прироста государственного долга и расходования валютных резервов, в частности бюджетных фондов.

*Ключевые слова:* ставка процента, кредиты, депозиты, избыток ликвидности, валютный курс, валютные резервы, денежная база, иностранные активы.

*JEL:* E00, E22, E52, N50, O11.

Денежно-кредитная политика (ДКП) воздействует на ряд ключевых элементов экономической системы, во многом определяющих ее динамику.

*Во-первых,* Центральный банк (ЦБ), устанавливая процентные ставки по своим операциям, регулирует процентные ставки в экономике в целом, воздействуя тем самым на кредитную активность банков, агрегированный спрос, инвестиции и т.д.

*Во-вторых,* ЦБ воздействует (или может воздействовать) на динамику валютного курса, принимая решения об увеличении или расходовании валютных резервов. От курса национальной валюты зависят эффективность экспорта, спрос на импорт и многие другие макроэкономические индикаторы, причем не только внешнеэкономических отношений, но и внутренней экономики.

*В-третьих,* ЦБ определяет (или может определять) динамику денежной базы и объем предложения «денег высокой эффективности». Прирост денежной базы является важным ресурсом, позволяющим расширенному правительству<sup>1</sup> воздействовать на динамику

<sup>1</sup> Расширенное правительство включает федеральное правительство и местные органы власти, а также все государственные внебюджетные фонды (Словарь бизнес-терминов. Академик.ру. 2001).

агрегированного спроса и макроэкономическую ситуацию в целом. От динамики денежной базы во многом зависят темпы роста (или сокращения) кредитов ЦБ банкам, источники финансирования бюджетного дефицита и т.д.

## ПОЛИТИКА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

В основе концепции ЦБ, изложенной в его докладе «Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019–2020 годов», лежит несложная теоретическая конструкция, заключающаяся в следующем. Центральный банк, устанавливая ключевую ставку, непосредственно воздействует на краткосрочные ставки денежного рынка, затем, с лагом в несколько недель, – на средне- и долгосрочные ставки рынка межбанковских кредитов, с лагом до полугода – на ставки финансового рынка, включая ставки по банковским кредитам и депозитам. От ставок по депозитам зависит выбор домохозяйств между расходами на потребление и сбережением, от ставок по кредитам – склонность домохозяйств и корпораций к заимствованиям. В целом, воздействуя на процентные ставки, ЦБ регулирует агрегированный спрос и тем самым определяет темп инфляции, добиваясь его приближения к целевому уровню, равному 4% в год.

Эффективность описанного в докладе ЦБ трансмиссионного механизма<sup>2</sup> вызывает

<sup>2</sup> Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики впервые появился в кейнсианском анализе. Трансмиссионным, или передаточным, механизмом (transmission mechanism of monetary policy) Кейнс назвал систему переменных, через которую предложение денег влияет на экономическую активность. Трансмиссия денежно-кредитной политики определяется как механизм, посредством которого применение инструментов центрального банка влияет на экономику в целом и инфляцию в частности (см. (Мусеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2002. № 18. С. 38–51)).

большие сомнения. Действительно ли склонность к расходам на потребление и к сбережению определяется ставкой по депозитам? Осуществляя сбережение, индивиды принимают два решения. Во-первых, они решают, какую долю располагаемого дохода предпочтительно использовать для расходов на конечное потребление, а какую доля – для сбережения. Во-вторых, им приходится выбирать между альтернативными активами – реальными и финансовыми, в которые они могут инвестировать свои сбережения. От ставки по депозитам и шире – от доходности активов – до некоторой степени зависит второе решение, но не первое.

Как видно из данных табл. 1, доля сбережения в располагаемом доходе домохозяйств подвержена весьма резким циклическим колебаниям, не зависящим от ставки по депозитам. На острой фазе кризиса (2008 и 2014 гг.) доля сбережения резко падает, несмотря на взлет процентных ставок. Домашние хозяй-

Таблица 1  
Сбережение домашних хозяйств,  
% от располагаемого дохода

Год	Располагаемый доход домашних хозяйств*	Сбережение	В том числе прирост вкладов и ценных бумаг
2007	100	10,9	7,5
2008	100	6,9	0,2
2009	100	15,7	5,0
2010	100	16,2	8,6
2011	100	11,6	5,9
2012	100	11,3	7,0
2013	100	11,1	7,1
2014	100	7,8	0,8
2015	100	16,0	7,2
2016	100	12,6	6,0
Январь–октябрь 2017	100	6,9	3,4

\* В качестве располагаемого дохода домашних хозяйств приняты их денежные доходы за вычетом обязательных взносов и платежей.

Источник: Росстат. URL: [www.gks.ru/3-1-3](http://www.gks.ru/3-1-3); расчеты автора.

ства, опасаясь всплеска инфляции, стремятся потратить свои сбережения в ликвидной форме. Когда кризис переходит в вяло текущую фазу (2009–2010 и 2015 гг.), домохозяйства стремятся восстановить свои сбережения, отчасти потраченные, отчасти обесценившиеся в предшествующий период<sup>3</sup>. Именно на этой фазе цикла норма сбережения домохозяйств достигает максимума (15–16% располагаемого дохода), хотя ставки процента по депозитам начинают медленно снижаться. Затем по мере того, как экономика стабилизируется, доля сбережения постепенно уменьшается.

За полтора года, которые согласно концепции ЦБ составляют временной лаг эффекта изменения ключевой ставки, могут произойти и неизбежно произойдут события, оказывающие непосредственное воздействие на спрос, издержки и цены и тем самым нарушающие функционирование описанного в докладе ЦБ трансмиссионного механизма. Например, на цены могут влиять погодные условия, регулируемые цены и тарифы естественных монополий, мировые цены на нефть. В течение полутора лет, которые согласно рассматриваемой теоретической конструкции отделяют изменение ключевой ставки от вызываемого этим изменением снижения (или повышения) темпа инфляции, воздействие временных экзогенных факторов инфляции неизбежно окажется более эффективным, чем изменение ставок по кредитам ЦБ.

Следует, однако, иметь в виду, что процентная политика ЦБ может не только опосредованно, но и непосредственно воздействовать на уровень доходности банковских активов. Речь идет об установлении ставок не по кредитным, а по депозитным операциям Центрального банка<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> В западной экономической литературе восстановление сбережений после их спада во время кризиса получило название «эффект реальных денежных остатков» или «эффект Пигу–Патинкина».

<sup>4</sup> О влиянии депозитной ставки ЦБ на процентные ставки по банковским кредитам и другим активам в докладе ЦБ не упоминается.

Ключевая ставка ЦБ представляет собой минимальную ставку по краткосрочным операциям предоставления банкам ликвидности (операциям репо сроком на одну неделю) и максимальную ставку по операциям привлечения избыточной ликвидности на депозиты в Центральном банке (деPOSITным аукционам). Следовательно, правомерно было бы говорить не об одном, а о двух трансмиссионных механизмах: о механизме, передающем сигналы от изменения ставки по краткосрочным кредитам, предоставляемым Центральным банком, и о механизме, передающем сигналы от ставки привлечения средств на депозиты в ЦБ. В условиях структурного избытка ликвидности в банковской системе доминирующее значение приобретают эффекты, вызванные изменением ставки по депозитам в ЦБ.

Депозиты кредитных организаций в ЦБ представляют собой безрисковый актив, следовательно, доходность этого актива определяет минимальную приемлемую доходность по всем банковским активам. Устанавливая ставку привлечения средств на депозиты на достаточно высоком уровне, ЦБ не столько реагирует на избыток ликвидности у банков, сколько сам стимулирует создание этого избытка, одновременно подавляя кредитную активность банков.

Высокая доходность банковских депозитов в сочетании с высокой доходностью депозитов кредитных организаций в ЦБ определяет уровень рентабельности реальных инвестиций, приемлемый для инвесторов, и этот уровень оказывается чрезмерно высоким, подавляющим инвестиционную активность. Таков реальный трансмиссионный механизм процентной политики ЦБ, причем этот механизм вполне эффективен. Как видно из данных табл. 2, изменения ставок по финансовым активам следуют за изменениями депозитной ставки ЦБ в основном с лагом в один месяц<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> А.Н. Могилат констатирует «наличие значимой прямой связи между краткосрочными ставками МБК и изменением компонентов совокупного спроса – валового накопления основного капитала и ко-

Таблица 2  
Процентные ставки в российской экономике

Год	Ставка по депозитным аукционам ЦБ*	Ставка МБК по кредитам овернайт	Ставка по депозитам домашних хозяйств сроком до 1 года	Ставка по депозитам организаций сроком до 1 года	Ставка по кредитам нефинансовым организациям в рублях сроком		Доходность ОФЗ сроком 1 год	
					до 1 года	свыше 1 года		
	На начало января		На начало февраля					
2014	5,50	6,38	5,09	5,56	9,43	11,11	6,52	
2015	15,00	15,36	11,62	13,36	18,14	16,36	14,08	
2016	11,00	11,13	7,68	9,07	13,41	13,32	10,10	
2017	На начало соответствующего месяца		На начало следующего месяца					
Январь	10,0	10,38	6,50	8,75	11,61	12,46	8,40	
Апрель	9,75	10,07	6,25	8,37	11,02	11,31	8,86	
Май	9,25	9,50	6,10	7,93	10,72	10,99	8,33	
Июль	9,00	9,20	6,07	7,66	10,44	9,98	8,07	
Август	9,00	9,12	6,07	7,48	10,41	10,42	8,02	
Сентябрь	8,50	8,94					7,80	
Октябрь	8,50	8,32					7,58	

\* Ставки по депозитным аукционам ЦБ совпадают с ключевой начиная с февраля 2014 г.

Источники: Статистика. Процентные ставки и структура кредитов и депозитов по срочности. URL: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Высокая ключевая ставка обуславливает опережающий рост остатков на депозитах банков в ЦБ. Согласно данным баланса кредитных организаций<sup>6</sup> за январь–октябрь 2016 г. депозиты в ЦБ были единственным растущим активом банков. Все остальные активы банков в этот период сокращались. По ито-

нечного потребления домохозяйств – подтверждается эконометрическими оценками на российских данных. При этом установлено, что даже краткосрочный шок процентной ставки будет воздействовать на компоненты совокупного спроса в течение последующих кварталов» (Могилат, 2017, с. 6–7). Однако ни Могилат, ни другие авторы не рассматривают возможности того, что воздействовать на макроэкономические процессы в российской экономике может ставка не по кредитным, а по депозитным операциям ЦБ.

<sup>6</sup> Баланс кредитных организаций можно составить, используя данные, приводимые в таблице «Обзор кредитных организаций», размещенной на официальном сайте Банка России.

гам 2016 г. депозиты банков в ЦБ увеличились на 564,8 млрд р., кредит расширенному правительству вырос на 313,7 млрд р., а остальные активы (включая кредиты фирмам и домохозяйствам) в 2016 г. уменьшились.

В 2017 г. рост банковских кредитов фирмам и домохозяйствам возобновился, хотя был медленным и неустойчивым, а депозиты банков в ЦБ оставались самым быстрорастущим активом: если активы банков в целом за январь–октябрь 2017 г. выросли в номинальном выражении на 2,8%, то депозиты банков в ЦБ – почти на 19%.

Как видно из данных табл. 2, в 2014 г. ставка по государственным облигациям была на 1 п.п. выше ставки по депозитам в ЦБ и, следовательно, определяла минимально приемлемую доходность для банковских (и небанковских) корпораций. Напротив, в 2015–2017 гг. ставка по государственным облигациям оставались примерно на 1 п.п. ниже ставки по депозитам в ЦБ. Для небан-

ковских корпораций, не имеющих доступа к депозитным операциям ЦБ, минимально приемлемая норма доходности определяется ставкой по государственным облигациям, т.е. ставкой по активу, не менее надежному, чем депозиты в ЦБ, но формируемой с решающим участием рыночных процессов.

Ставка по депозитам в ЦБ фиксирует минимальную доходность активов, приемлемую для банков, к которой с учетом некоторой маржи может подтягиваться цена обязательств банков, т.е. ставки по депозитам и облигациям. Снижение ставки по депозитам в ЦБ дает возможность снизить доходность других активов, но не влечет за собой этого снижения автоматически. Если ставка по депозитам в ЦБ существенно снизится, может сложиться ситуация (на наш взгляд, вполне нормальная), когда определять минимально приемлемую для банков, как для других инвесторов, доходность будут спрос и предложение на рынке других активов, например облигаций федерального правительства.

Центральный банк мог бы регулировать ставки по облигациям правительства с помощью операций на открытом рынке государственных ценных бумаг. Тогда эмиссионный ресурс использовался бы одновременно,

во-первых, для финансирования дефицита бюджета, во-вторых, для регулирования минимальной доходности активов, приемлемой для инвесторов. К сожалению, ЦБ РФ не осуществляет сколько-нибудь масштабных операций на открытом рынке ценных бумаг.

Даже относительно небольшое снижение ставки по депозитам в ЦБ (она с февраля 2014 г. совпадает с ключевой ставкой) привело к некоторому оздоровлению сферы банковского кредита. В 2017 г. наметился рост кредитов и других требований к организациям и домохозяйствам в номинальном и реальном выражении.

Этот рост мог быть значительно больше, если бы все ресурсы банков использовались для кредитования. Однако, как видно из данных табл. 3, более трети кредитных ресурсов банков использовалось для погашения задолженности перед ЦБ и прироста резервов ликвидности. Центральный банк, призванный в принципе быть кредитором в последней инстанции, выступал в 2017 г. в роли крупнейшего чистого заемщика у кредитных организаций.

Итак, в ситуации, сложившейся к настоящему времени в российской экономике, непосредственно воздействует на весь спектр процентных ставок с минимальным времен-

Таблица 3

Прирост обязательств и активов банков в январе–октябре 2017 г., млрд р.

Показатель	Обязательства банков	Активы банков	Чистое кредитование банков (+)	Чистое заимствование у банков (-)
Остальной мир	-1089,9	-1791,1	701,2	
Правительство РФ	834,3	257,5	576,8	
Власти субъектов РФ	936,6	-235,5	1172,1	
ЦБ РФ	-747,9	624,2		-1372,1
Нефинансовые корпорации	12,4	1266,2		-1253,8
Финансовые корпорации	-69,4	892,4		-961,8
Домохозяйства	692,6	1046,5		-353,9
Средства банков*	1424,9		1424,9	
Итого	1993,6	2060,2	3875,0	-3941,6
Статистическое расхождение		-66,6		-66,6

\* Прирост капитала банков и прочих чистых пассивов.

Источник: Банк России. URL: [www.cbr.ru/survey/ci](http://www.cbr.ru/survey/ci)

ным лагом ставка не по кредитным, а по депозитным операциям ЦБ. Следовательно, в сложившейся ситуации (но далеко не всегда) ЦБ может эффективно воздействовать на процентные ставки по депозитам, банковским кредитам и другим финансовым активам, приемлемую для инвесторов, снижая ставку по своим депозитным операциям.

## ПРОБЛЕМЫ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Свободное плавание валютного курса предполагает, что денежные власти отказываются от систематических интервенций на валютном рынке (как на стороне спроса, так и на стороне предложения) и, следовательно, не воздействуют непосредственно на курсообразование. Однако систематический рост валютных резервов свидетельствует о том, что интервенции денежных властей на стороне спроса сохраняются.

Действительно, начиная со второго полугодия 2015 г. валютные резервы почти непрерывно увеличивались (исключение составил последний квартал 2016 г.), причем темп прироста валютных резервов постоянно возрастал. По итогам 2015 г. валютные резервы выросли на 1,7 млрд долл.; по итогам 2016 г. – на 8,2 млрд; за первые три квартала 2017 г. – на 25,4 млрд долл. Очевидно, что *при существующем валютном курсе* предложение иностранной валюты на внутреннем рынке систематически опережает спрос на нее со стороны частного сектора. Об этом же свидетельствует тенденция к укреплению курса рубля, которая преобладала в течение 2016 и 2017 гг. Если бы денежные власти воздержались от наращивания валютных резервов, тенденция к укреплению рубля была бы более явной, а разрыв между официальным курсом и паритетом покупательной способности мог быстро сократиться.

В докладе ЦБ «Основные направления...» на 2018–2020 гг. (с. 14) подтверждает-

ся декларация о режиме свободного плавания валютного курса, но вместе с тем констатируется, что новое бюджетное правило, предписывающее Минфину покупать иностранную валюту в случае повышения мировых цен на нефть выше определенного уровня, будет ослаблять зависимость валютного курса от цены нефти. Другими словами, предполагается, что денежные власти (в данном случае Минфин) будут препятствовать укреплению рубля, вызываемому дополнительным предложением иностранной валюты вследствие роста экспортных цен. По сути, это прямой отказ от принципа свободного плавания рубля, хотя при этом регулирование валютного курса перекладывается с Центрального банка на Минфин.

Воздействие на динамику валютного курса ЦБ предполагает осуществлять с помощью регулирования процентных ставок. Высокие процентные ставки должны привлекать иностранный капитал, увеличивая тем самым предложение иностранной валюты и способствуя укреплению рубля или, по крайней мере, препятствуя его ослаблению.

Это утверждение исходит из молчаливого допущения, что на валютном рынке существует перманентное превышение спроса над предложением иностранной валюты и смягчать расхождение между спросом и предложением можно с помощью устойчиво высоких процентных ставок на внутренних финансовых рынках, обеспечивающих приток иностранного капитала. Однако это допущение далеко от реальности: на внутреннем валютном рынке за исключением отдельных периодов (продолжительностью не более квартала) в 2015–2017 гг. преобладало превышение предложения над спросом частного сектора, причем даже в условиях, когда внешние обязательства российской экономики по итогам 2014, 2015 и 2016 гг. не выросли, а существенно сократились. Они начали увеличиваться лишь с IV квартала 2016 г. Поэтому рассуждения о привлечении иностранного капитала с помощью высоких процентных ставок по внутренним финансовым активам имеют исключительно умозрительный характер.

Кроме того, в отношении российской экономики эти рассуждения весьма уязвимы независимо от текущей ситуации на внутреннем валютном рынке. *Во-первых*, в российской экономике обнаруживается знаменательная синхронность увеличения или уменьшения ввоза и вывоза капитала. Ряд исследователей объясняют эту синхронность тем, что в Россию ввозится преимущественно ранее вывезенный капитал, принявший юрисдикцию офшорных зон<sup>7</sup>. Следовательно, поощряя ввоз капитала, денежные власти поощряют и его вывоз. Синхронность прироста ввоза и вывоза капитала может объясняться также тем, что российские корпорации осуществляют иностранные заимствования отчасти именно для того, чтобы наращивать иностранные активы. В этом случае процентная политика денежных властей России никак не скажется на приросте иностранных активов и обязательств.

*Во-вторых*, рост иностранных обязательств вызывает увеличение выплачиваемых инвестиционных доходов, причем в российской экономике выплачиваемые доходы нерезидентов уже давно превышают ежегодный прирост привлеченного иностранного капитала. Если ввоз иностранного капитала сам по

себе действительно увеличивает предложение иностранной валюты и способствует укреплению рубля, то сопряженный с ним вывоз доходов вызывает противоположные эффекты: повышает спрос на валюту и способствует ослаблению курса рубля.

Как видно из данных табл. 4, в относительно благополучные 2011 и 2012 гг. сумма выплаченных доходов иностранных инвесторов в российской экономике *превышала* сумму прироста иностранных обязательств. В предкризисном 2013 г. произошел резкий всплеск как вывоза, так и ввоза капитала. В результате прирост иностранных обязательств несколько превысил сумму выплаченных иностранным инвесторам доходов. В 2014–2016 гг. сокращение внешней задолженности российской экономики с относительно небольшим временным лагом сопровождалась уменьшением выплаченных доходов иностранных инвесторов. По итогам 2015 г. доходы, выплаченные иностранным инвесторам, сократились на треть; вынужденное погашение иностранной задолженности увеличило спрос на иностранную валюту на 27 млрд долл., но сопряженное с ним уменьшение выплаченных доходов уменьшило спрос на валюту на 35 млрд долл.

В 2016 г. погашение задолженности резко замедлилось (во небанковском секто-

<sup>7</sup> См., например, (Моисеев, 2017, с. 38–39).

Таблица 4  
Доходы, выплаченные иностранным инвесторам, и изменение иностранных обязательств, млрд долл. («+» – увеличение, «-» – уменьшение)

Показатели	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	I–III кв. 2017 г.
Инвестиционные доходы к выплате	89,7	99,6	104,3	100,9	65,5	69,2	54,5
Изменение иностранных обязательств	67,5	2,4	124,4	41,8	68,2	-4,4	13,4
В том числе:							
правительство и ЦБ РФ	0,7	19,4	9,8	-12,1	-5,7	5,1	20,0
частный сектор	66,8	73,0	114,6	-29,7	-62,5	-9,5	-6,6
банки	7,8	33,3	20,4	-37,5	-60,0	-27,1	-24,8
прочие секторы	58,0	39,7	94,2	-0,2	-5,4	17,6	18,2
чистые ошибки и пропуски				8,0	2,9		

Источник: Банк России. URL: [www.cbr.ru/bop\\_np\\_mc](http://www.cbr.ru/bop_np_mc); [www.cbr.ru/55-iiip\\_17](http://www.cbr.ru/55-iiip_17).

ре внешняя задолженность начала расти), и в результате сумма доходов, выплаченных иностранным инвесторам, несколько увеличилась. По итогам трех кварталов 2017 г. выросла как внешняя задолженность, так и сумма доходов иностранных инвесторов.

Теперь нам предстоит рассмотреть два относительно самостоятельных вопроса: *во-первых*, о последствиях для внутренней экономики, вызванных тем или иным изменением курса рубля и желательностью его укрепления (или ослабления), а *во-вторых* – о возможностях денежных властей воздействовать на валютный курс. Согласно широко распространенному мнению, которое нередко воспринимается как нечто само собой разумеющееся, ослабление национальной валюты дает конкурентные преимущества отечественным производителям как на внешнем, так и на внутреннем рынке, способствует экспорту и ограничивает импорт<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Даже в том случае, когда констатируются некоторые негативные последствия ослабления национальной валюты, экономисты спешат декларировать, что позитивные эффекты снижения курса рубля, безусловно, доминируют над негативными. См., например, (Могилат, 2017, с. 7).

В действительности эффект ослабления национальной валюты далеко не столь однозначный и универсальный. Последствия изменения валютного курса для экспорта товаров и услуг зависят от того, оплачиваются ли внешнеторговые контракты в национальной валюте (в рублях) или в долларах и евро. Если экспорт оплачивается в национальной валюте, ее ослабление *относительно валют стран-импортеров* означает, что российский экспорт для импортеров становится дешевле, причем экспортные цены могут оставаться неизменными, так что российский экспортер не несет при этом никаких потерь, но получает ценовое преимущество по сравнению с конкурирующими продавцами товаров и услуг.

Если российский экспорт оплачивается в рублях, ослабление курса рубля *к доллару и евро* может обеспечить ценовые преимущества только для экспорта в страны дальнего зарубежья, да и то не во все. Экспорт в страны дальнего зарубежья, оплачиваемый в рублях, составил по итогам I полугодия 2017 г. всего 6,5% общей суммы российского экспорта (табл. 5). Если учесть, что в число стран дальнего зарубежья входят также страны БРИКС, в расчетах с которыми рубль используется значительно шире, чем, например, со странами

Таблица 5

Доля расчетов по внешнеторговым операциям в рублях,  
% к общей сумме расчетов во внешней торговле товарами и услугами

Показатель	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	I половина 2017 г.
Поступления от экспорта, всего	100	100	100	100	100
В том числе поступления в рублях	10,2	13,2	12,3	14,8	14,5
Из них из стран:					
дальнего зарубежья	4,1	5,0	5,2	6,8	6,5
СНГ	6,1	8,2	7,1	8,0	8,0
Перечисления по импорту, всего	100	100	100	100	100
В том числе перечисления в рублях	28,0	30,2	28,0	29,4	31,9
Из них странам:					
дальнего зарубежья	19,8	22,6	20,9	22,5	24,6
СНГ	8,2	7,6	7,1	6,9	7,3

Источник: Банк России. URL: [www.cbr.ru/cur\\_str](http://www.cbr.ru/cur_str)

ЕС, можно предположить, что конкурентные выгоды, связанные со снижением валютного курса рубля к доллару и евро, распространяются не более чем на 4–5% российского экспорта.

Для получения ценовых преимуществ для экспортеров в страны СНГ, на которые приходится большая часть расчетов в рублях, требуется ослабление курса рубля *относительно валют этих стран*. Это привело бы к ухудшению баланса торговли товарами и услугами с Россией других стран СНГ (и без того резко отрицательного). Так, по итогам I полугодия 2017 г. экспорт РФ в страны СНГ почти вдвое превосходил импорт из этих стран (экспорт составил 22,9 млрд долл., импорт – 11,9 млрд).

Валютные проблемы стран СНГ нужно решать на путях согласованной монетарной политики. Было бы, например, полезно, если бы центральные банки стран СНГ или хотя бы стран ЕАЭС взяли на себя обязательство поддерживать относительно устойчивые и согласованные курсы своих валют к рублю и осуществлять их совместное плавание относительно валютной корзины, включающей доллар, евро и, возможно, иену и юань.

Ослабление курса национальной валюты – не единственный и не лучший метод достижения ценовых конкурентных преимуществ. Предпочтительнее получать конкурентные преимущества, снижая цены вслед за снижением издержек производства. Так, снижение внутренних цен на энергоносители и связанные с ними тарифы на электроэнергию и услуги транспорта обеспечили бы российским производителям более значительные и устойчивые конкурентные преимущества, чем занижение валютного курса рубля. Важны и неценовые преимущества – качество продукции, доступность и надежность ремонта экспортируемой техники и т.д.

Если российский экспорт оплачивается в долларах, ослабление рубля ничего не меняет на внешних рынках, российские товары не становятся дешевле для их зарубежных покупателей, но каждый доллар, полученный

экспортером, становится для него весомее, потому что теперь экспортер может дороже продать свою выручку *за рубли* на внутреннем валютном рынке. Это означает, что экспортер получает дополнительный доход за счет покупателя его валютной выручки, другими словами, за счет внутренней экономики.

Определенные конкурентные преимущества отечественные производители получают на внутреннем рынке вследствие ослабления рубля, поскольку импорт становится дороже. Но эти преимущества распространяются только на товары, по которым импорт и внутреннее производство взаимозаменяемы. Однако многие импортируемые инвестиционные и потребительские товары и товары промежуточного спроса не имеют аналогов, производимых внутри страны. Удорожание этих товаров ведет к уменьшению реальных доходов домохозяйств, снижению эффективности и замедлению инвестиций, обесценению оборотных средств российских предприятий. Как отмечает А.К. Моисеев, нехватка оборотных средств, вызванная ослаблением курса рубля, явилась одной из решающих причин спада производства в 2015 г. (Моисеев, 2017, с. 114).

Если российский экспорт оплачивается в долларах, выигрыш для российских экспортеров оборачивается потерями российских импортеров, утяжелением внешней задолженности (увеличением выплат иностранным инвесторам и кредиторам, выраженных в рублях), ростом суммы вывоза капитала, переведенной в рубли по валютному курсу.

В отдельные годы доля вывоза капитала и выплат иностранным инвесторам в ВВП, выраженных в рублях, растет, хотя те же показатели в долларах уменьшаются<sup>9</sup>. Рост доли

<sup>9</sup> Сумма чистого вывоза доходов и чистого вывоза капитала по экономике в целом (включая как частный сектор, так и правительство) всегда равна чистому экспорту. На острой фазе кризиса (последние кварталы 2008 и 2014 гг.), когда чистый вывоз доходов и капитала частным сектором превышал чистый экспорт, происходило сокращение иностранных активов правительства (валютных резервов).

чистых выплат иностранным инвесторам и чистого вывоза капитала равнозначен снижению совокупной доли конечного потребления и валового накопления, стагнации уровня жизни и экономического роста.

Как видно из данных табл. 6, рост доли чистого экспорта в ВВП в 2015 г. обусловил снижение совокупной доли конечного потребления и валового накопления. Снижение доли чистого экспорта в 2016 г. сопровождалось ростом совокупной доли потребления и накопления, хотя необычно крупное статистическое расхождение несколько затемняет этот процесс<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> В статье А.В. Навого (Навой, 2017, с. 7) содержится утверждение, согласно которому ослабление курса рубля ведет к увеличению доли валового сбережения за счет снижения доли расходов на конечное потребление, а, воздействуя на валютный курс, правительство, согласно автору, должно добиваться увеличения валового сбережения. «Таким образом, – заключает Навой, – снижение валютного курса выступает оперативным рычагом государственной экономической политики, направленным на мобилизацию национальных ресурсов в целях противодействия внешним шокам».

С этим утверждением трудно согласиться. Изменение валютного курса непосредственно влияет только на рост (или уменьшение) доли чистого экспорта, а опосредовано, через повышение цен импорта, оно угнетающе воздействует как на потреби-

Экспортная премия, уплачиваемая экспортерам внутренней экономикой, способствует концентрации добавленной стоимости, прибыли и инвестиций в добывающих отраслях, производство в которых характеризуется убывающей отдачей от дополнительных затрат труда и капитала. В результате падает предельная эффективность капитала (определяемая как отношение прироста добавленной стоимости к приросту физического капитала) по экономике в целом, рост тормозится, экономика погружается в состояние стагнации, которую сменяет депрессия под воздействием внешних шоков и ошибок в монетарной и финансовой политике.

В какой мере декларируемое свободное плавание рубля действительно воплощается в жизнь? Другими словами, оказывают ли денежные власти реальное воздействие на спрос и предложение иностранной валюты на внутреннем рынке, следовательно, на динамику валютного курса рубля? Как видно из данных табл. 7, денежные власти – ЦБ и Минфин – постоянно присутствуют на валютном рынке на стороне как спроса, так и предложения. Увеличивая свои иностранные обязательства, правительство выступает на валютном

рынке, так и на инвестиционный спрос. В этих условиях ослабление курса рубля приведет лишь к увеличению доли чистого вывоза капитала, т.е. чистого кредитования остального мира.

Таблица 6  
Структура использования ВВП, % к итогу

Показатель	2014 г.	2015 г.	2016 г.	I–III кв. 2017 г.
ВВП	100	100	100	100
Расходы на конечное потребление	71,35	69,80	69,53	73,08
Валовое накопление	22,24	22,37	23,40	19,68
Итого конечное потребление и валовое накопление	93,59	92,17	92,93	92,76
Чистый экспорт	6,40	8,03	5,16	5,20
Чистый вывоз доходов	3,65	3,03	3,19	2,98
Чистый вывоз капитала	2,75	5,00	1,97	3,52
Статистическое расхождение	0,01	-0,20	1,92	0,74

Источники: Росстат. URL: [www.gks.ru/tab.24b](http://www.gks.ru/tab.24b); расчеты автора.

Таблица 7

Изменение иностранных обязательств и активов субъектов российской экономики, млрд долл., по данным платежного баланса («+» – увеличение, «–» – уменьшение)

Показатель	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	I–III кв. 2017 г.
Изменение иностранных обязательств:	67,5	92,4	124,4	–41,8	–68,2	–4,4	13,4
правительство и ЦБ	0,7	19,4	9,8	–12,1	–5,7	5,1	20,0
частный сектор	66,8	73,0	114,6	–29,7	–62,5	–9,5	–6,6
Изменение иностранных активов:	164,9	163,7	157,9	15,7	0,7	21,2	40,1
правительство и ЦБ	15,0	34,8	–18,1	–105,4	4,6	10,0	25,4
В том числе изменение валютных резервов:	12,6	30,0	–22,1	–107,5	1,7	8,2	25,4
изменение прочих активов	2,4	4,8	4,0	2,1	2,9	1,8	0,0
частный сектор	149,9	128,9	176	121,1	–3,9	11,2	14,7
Чистый прирост иностранных активов	97,3	71,3	33,4	57,5	68,8	25,5	26,6

Источник: Банк России. URL: [www.cbr.ru/bop\\_nr\\_mc](http://www.cbr.ru/bop_nr_mc).

рынке на стороне предложения, наращивая иностранные активы (преимущественно валютные резервы), правительство выступает на стороне спроса.

Согласно данным, приведенным в табл. 7, в последние годы роль денежных властей в формировании валютного курса не только не снизилась по сравнению с докризисным периодом, но, скорее, возросла. В 2016 и 2017 гг. правительство, по сути, решающее воздействовало на прирост как активов, так и обязательств.

Схема, связывающая динамику валютного курса с разрывом доходности активов на внутренних и внешних финансовых рынках, теоретически неполна. Важное, а в отдельные кварталы решающее значение для трансграничного движения капитала и финансового счета платежного баланса в 2015–2016 гг. имела репатриация иностранных активов российских банков и корпораций, а не дополнительное привлечение иностранного капитала. Это оказалось значительно более эффективным и перспективным путем достижения равновесия платежного баланса и воздействия на валютный курс, но этот маневр не упоминается в докладе ЦБ, видимо, потому, что не регулируется процентными ставками и, следовательно, не

согласуется с основной концепцией этого доклада<sup>11</sup>.

Снижение валютного курса рубля вслед за падением экспортных цен компенсирует (полностью или частично) потери экспортеров, но не за счет остального мира, а за счет других субъектов внутренней экономики. Часть выигрыша экспортеров передается в бюджет, но природа этого выигрыша не изменяется: он по-прежнему представляет собой экспорт-

<sup>11</sup> Между тем в экономической периодике отмечается значение репатриации капитала для адаптации платежного баланса к падению цен экспорта и сохранению санкций в 2015–2017 гг. и анализируются условия и возможности репатриации иностранных активов банками и нефинансовыми корпорациями. Так, А.В. Навый пишет: «В отличие от корпораций банки обладали достаточными ликвидными иностранными активами, которые можно было мобилизовать без потерь в относительно короткие сроки. Как было отмечено выше, активы нефинансовых предприятий были в основном иммобилизованы в долгосрочных вложениях, возможность их реализации в краткосрочном периоде была крайне ограниченной» (Навый, 2017, с. 9). Отсюда, по нашему мнению, следует, что необходима долгосрочная программа репатриации российских иностранных активов, как частных, так и государственных.

ную ренту, которую выплачивают экспортеру субъекты внутренней экономики, покупающие иностранную валюту по возросшему курсу. Увеличение экспортной ренты, вызываемое падением курса рубля, влечет за собой снижение прибыли в отраслях, ориентированных на внутренний рынок, и, следовательно, снижение их вклада в формирование бюджета.

## ДЕНЕЖНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Прирост денежной базы – не только важный макроэкономический индикатор, отражающий процесс предоставления экономике денег высокой эффективности, но существенный источник финансирования расходов правительства или ресурсов, предоставляемых ЦБ кредитным организациям. Даже если согласиться с теми экономистами, которые утверждают, что в настоящее время динамика денежной базы не сказывается на других макроэкономических индикаторах, в частности на динамике денежной массы<sup>12</sup> (хотя, по нашему мнению, с этим согласиться нельзя), остается открытым вопрос о возможности ис-

<sup>12</sup> Тезис о независимости динамики денежной массы от изменения денежной базы выдвинули А. Кудрин и его соавторы (Кудрин и др., 2017). Наиболее последовательно эта позиция представлена в статье В.О. Грищенко (Грищенко, 2017), который вообще отрицает возможность перетасовки активов банков, в частности возможность расширения банковского кредитования за счет сокращения резервов ликвидности. Вопреки утверждению Грищенко, перетасовка банковских активов – процесс непрерывный и неизбежный. Так, в 2016 г. кредиты ЦБ банкам сократились, а резервы ликвидности выросли. Следовательно, рост банковских резервов ликвидности осуществлялся за счет сокращения других активов, в частности кредитов, предоставленных фирмам и домохозяйствам. Точно так же возможен рост других активов за счет сокращения резервов ликвидности.

пользования денежной базы в качестве источника расходов правительства.

Денежная база увеличивается, если увеличиваются активы ЦБ (иностранные активы и(или) внутренний кредит) или сокращаются обязательства перед правительством или иностранные обязательства. И наоборот, денежная база уменьшается, если уменьшаются активы или увеличиваются альтернативные обязательства. Баланс Центрального банка схематически представлен на рис. 1.

Постараемся теперь представить внутренние зависимости изменений активов и пассивов баланса ЦБ. Увеличение какого-либо вида активов (например, иностранных активов) должно сопровождаться либо сокращением другого вида активов (в данном случае внутреннего кредита), либо приростом обязательств перед остальным миром, перед правительством (счетов правительства в ЦБ, капитала ЦБ), частным сектором (прирост обязательств перед частным сектором количественно почти равен значен приросту денежной базы).

Схематическое представление изменений в балансе ЦБ РФ за январь–октябрь 2017 г. дано на рис. 2. Здесь в качестве ресурсов выступают прирост обязательств и сокращение части активов. Как видно из этой диаграммы, за январь–октябрь 2017 г. ресурсы Центрального банка использовались исключительно для прироста иностранных активов, который поглощал весь прирост обязательств, и в небольшой степени финансировался также за счет сжатия внутреннего кредита ЦБ.

Возможны два принципиально разных подхода к формированию денежной базы. Первый подход мог бы заключаться в том, что ЦБ предварительно определяет размер допустимого прироста денежной базы, а затем распределяет этот ресурс между приростом альтернативных активов. Второй подход, реально осуществляемый ЦБ РФ, можно сформулировать так: ЦБ отказывается устанавливать какие-либо ориентиры прироста денежной базы, тогда как динамика денежной базы является результатом более или менее случайного сочетания изменения активов и обязательств ЦБ.

Активы = 32,6	Обязательства = 32,6
<b>Иностранные активы 25,4</b>	<b>Иностранные обязательства 1,3</b>
	<b>Обязательства перед правительством 18,3</b> В том числе: остатки на счетах правительства 7,0 капитал ЦБ 10,9 прочие обязательства 0,5
<b>Внутренний кредит 7,2</b> В том числе: кредит банкам и другим финансовым организациям 7,0, кредит правительству 0,2	<b>Денежная база (обязательства перед частным сектором) 12,9</b>

Рис. 1. Баланс ЦБ РФ на 1 ноября 2017 г., трлн р., схематическое представление

Источник: Банк России. URL: [www.cbr.ru/survey/cb](http://www.cbr.ru/survey/cb).

Ресурсы (прирост обязательств, сокращение активов)	Использование (прирост активов, уменьшение обязательств)
Сокращение внутреннего кредита 171	Прирост иностранных активов 2401
Прирост иностранных обязательств, 724	
Прирост обязательств перед расширенным правительством 541	
Прирост обязательств перед частным сектором 965 В том числе прирост денежной базы 981 Изменение других обязательств 16	
Итого ресурсов 2401	Итого использование 2401

Рис. 2. Схематическое представление изменения баланса ЦБ за январь–октябрь 2017 г., млрд р.

Источник: Банк России. URL: [www.cbr.ru/survey/cb](http://www.cbr.ru/survey/cb).

Так, уменьшение остатков на счетах правительства в Центральном банке, как правило, вызывается финансированием дефицита за счет бюджетных фондов и ведет к увеличению количества денег в обращении, а увеличение остатков на счетах правительства отражает формирование бюджетного профицита и связано с уменьшением количества денег<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Увеличение или уменьшение остатков на счетах правительства может отражать также ряд других процессов, например прирост бюджетных фондов

Остатки на счетах бюджета могут расти даже в условиях официально объявленного бюджетного дефицита, если прирост внутреннего и внешнего долга, доходы от приватизации и другие источники его финансирования в сумме превышают размер реального дефицита. *Разница между суммой источников финансирования и объемом реального дефицита*

вследствие соответствующих отчислений, изменение валютного курса рубля и, следовательно, изменение величины бюджетных фондов, выраженной в рублях.

Таблица 8  
Формирование и финансирование дефицита федерального бюджета, млрд р.

	Показатель	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.*
1	Реальный дефицит**	55,0	376,0	951,6	2818,7	3144,7	264,7
2	Финансирование дефицита, всего	579,3	456,3	1060,4	2818,7	3144,7	959,5
3	Прирост остатков на счетах бюджета (стр. 2 – стр. 1)***	524,3	80,3	108,8	–	–	694,8
<i>Справка: формирование реального дефицита</i>							
4	Официальный дефицит	37,1	323,0	333,8	1961,0	2956,3	219,8
5	Погашение внешнего долга	–	–	146,7	296,0	–	41,0
6	Прочие внутренние расходы	17,9	53,0	471,1	561,7	188,4	3,9
7	Итого реальный дефицит	55,0	376,0	951,6	2818,7	3144,7	264,7
<i>Справка: источники финансирования дефицита</i>							
8	Прирост внутреннего и внешнего долга	529,5	411,1	1025,3	15,3	535,2	944,7
9	Доход от приватизации	43,9	41,6	29,7	6,3	406,8	11,3
10	Уменьшение остатков на счетах***	–	–	–	2790,2	2198,3	–
11	Прочие внутренние доходы	5,9	3,6	5,4	6,9	4,4	3,5
12	Итого финансирование дефицита	579,3	456,3	1060,4	2818,7	3144,7	959,5
13	Прирост остатков на счетах бюджета (стр. 12 – стр. 7)	524,3	80,3	108,8	–	–	694,8

\* Данные за I–III кварталы 2017 г.

\*\* Термином «реальный дефицит» федерального бюджета мы обозначаем сумму официального дефицита и ряда внебюджетных расходов (прирост бюджетных кредитов, погашение внешнего (а в редких случаях и внутреннего) долга, покупка драг-металлов и др.).

\*\*\* С учетом курсовой разницы и доходов от управления счетами.

И с т о ч н и к: Росстат. URL: www.gks.ru/2-5-1-1; расчеты автора.

оседает на счетах бюджета в ЦБ и в коммерческих банках. Как видно из данных табл. 8, такая ситуация была характерна для 2012–2014 гг., и она возобновилась в 2017 г., как только относительно нормализовались обычные доходы бюджета. В течение первых трех кварталов 2017 г. источники финансирования дефицита федерального бюджета значительно превосходили фактический дефицит, а прирост остатков на счетах бюджета был значительно больше, чем в предшествующие годы.

Если в условиях бюджетного дефицита остатки на счетах правительства растут, особенно наглядной становится бессмысленность наращивания государственного долга сверх потребности в финансировании дефицита, потому что в этом случае *прирост внутреннего долга отображается в приросте остатков на счетах бюджета и соответствующем*

*сокращении денежной базы.* Тем самым бессрочные и беспроцентные обязательства расширенного правительства (наличные деньги в обращении и в кассах банков, депозиты банков в ЦБ) замещаются обязательствами срочными и процентными.

Как видно из данных табл. 9, профицит федерального бюджета в 2011 г. сопровождался масштабным приростом обязательств правительства, соответственно резко сократился прирост денежной базы. Если в 2010 г. прирост денежной базы составил более 3% ВВП, то в 2011 г. – только 0,75%<sup>14</sup>.

Отказавшись от формирования профицита и используя весь прирост обязательств

<sup>14</sup> Формально прирост денежной базы составил в 2010 г. 3,7% ВВП. Однако в силу изменения методики вычисления ВВП в 2011 г. данные за 2010 и 2011 гг. не вполне сопоставимы.

Таблица 9

Изменение обязательств расширенного правительства («+» – увеличение, «-» – уменьшение) и бюджетный дефицит/профицит, % ВВП

Годы	Профицит (+) дефицит (-) федерального бюджета	Прирост денежной базы	Прирост внутреннего долга в ценных бумагах	Итого, прирост обязательств правительства	Возможность увеличить расхо- ды федерального бюджета при данном уровне обязательств правительства
	1	2	3	4 = 2 + 3	5 = 1 + 4
2011	0,71	0,75	1,80	2,55	3,26
2012	-0,06	1,77	0,76	2,53	2,47
2013	-0,44	0,89	0,49	1,38	0,94
2014	-1,07	1,05	1,32	2,37	1,30
2015	-3,38	-0,35	0,12	-0,23	-
2016	-3,44	0,97	0,61	1,58	-
2017*	-0,55	1,35	1,42	2,77	2,22

\* Показатели за январь–август, наша оценка.

Источники: Росстат. URL: [www.gks.ru/2-5-1-1](http://www.gks.ru/2-5-1-1); Банк России. URL: [www.cbr.ru/mb\\_bd](http://www.cbr.ru/mb_bd); Минфин РФ. URL: [www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)  
Государственный внутренний долг Российской Федерации; расчеты автора.

для финансирования дефицита, можно было увеличить расходы федерального бюджета в 2011 г. на 3,26% ВВП, не расширяя денежное предложение ЦБ и объем внутреннего долга без какой-либо угрозы ускорения инфляции. В 2012 г. дефицитное финансирование расходов бюджета могло быть увеличено на 2,47% ВВП, в 2013 – на 0,94% ВВП, в 2014 г. – на 1,3% ВВП. Наконец за январь–август 2017 г. можно было увеличить расходы бюджета на 2,22% ВВП.

Увеличение бюджетных инвестиций в отрасли инфраструктуры и социальную сферу на величину, равную 2–3% ВВП, могло бы изменить динамику российской экономики, сформировать условия для возобновления ее устойчивого роста<sup>15</sup>.

В настоящее время эмиссия ЦБ подвержена резким необоснованным колебаниям от года к году, крайне неравномерна она по

месяцам и кварталам. Для того чтобы эмиссионный ресурс мог систематически использоваться для прироста внутреннего кредита, важно, чтобы эмиссия ЦБ поддерживалась на относительно устойчивом уровне в обозримом периоде и осуществлялась более равномерно по кварталам года<sup>16</sup>.

Относительно стабильный размер денежного предложения ЦБ позволил бы поддерживать устойчивый объем бюджетного дефицита независимо от фазы цикла, а увеличение дефицита во время депрессии могло бы финансироваться за счет прироста государственного долга и расходования валютных резервов, в частности бюджетных фондов.

<sup>15</sup> Решающая роль бюджетных расходов для возобновления устойчивого роста, особенно в условиях ограниченной эффективности предоставления банкам дополнительных кредитных ресурсов, получает все большее признание в российской экономической периодике. См., например, (Хесин, 2017, с. 14).

<sup>16</sup> Против использования эмиссионного ресурса в качестве источника финансирования дефицита федерального бюджета обычно выдвигается такой аргумент: подобное его использование будет способствовать инфляции. Стоит, однако, отметить, что все более широкое признание получает положение, согласно которому в современной российской экономике расширение денежного предложения автоматически не ведет к росту цен. См., например, (Борзых, Могилат, 2017).

## ВЫВОДЫ

От политики, проводимой ЦБ, в значительной мере зависит ситуация в экономике в целом. Регулируя процентные ставки, определяя объем предложения денег высокой эффективности, ЦБ воздействует на агрегированный спрос, на возможности финансирования дефицита и формирование банковских резервов ликвидности. Динамика валютного курса воздействует не только на экспорт и импорт, но и на структуру использования ВВП и распределения добавленной стоимости между видами деятельности и многие другие аспекты функционирования экономической системы.

В современной ситуации доминирующее значение для регулирования процентных ставок по банковским кредитам и депозитам имеет ставка по депозитным, а не по кредитным операциям ЦБ РФ. Ставка по депозитам в ЦБ определяет минимальную приемлемую для банков доходность активов. Снижение ставки по депозитным операциям непосредственно воздействует на весь спектр ставок по банковским активам и обязательствам, на кредитную активность банков и тем самым на инвестиционную активность в экономике в целом.

Для небанковских инвесторов депозитные операции ЦБ недоступны, поэтому для них минимальная приемлемая доходность активов определяется доходностью государственных облигаций. Если депозитная ставка ЦБ будет установлена ниже уровня рыночной доходности государственных облигаций, то реальная ставка по обязательствам правительства будет определять минимальную доходность, приемлемую как для небанковских, так и для банковских инвесторов. ЦБ мог бы регулировать доходность государственных облигаций с помощью операций на открытом рынке.

Эффекты изменения валютного курса зависят от того, в какой валюте оплачивается экспорт страны. Ослабление курса рубля делает российский экспорт более выгодным для иностранных импортеров лишь в том случае,

если экспорт оплачивается в рублях. Если же расчеты по экспорту осуществляются в долларах и других резервных валютах, ослабление курса рубля ничего не меняет для иностранных импортеров российских товаров и приносит выгоду российским экспортерам лишь за счет субъектов внутренней экономики, главным образом импортеров и потребителей импортных товаров. Поскольку лишь 6–7% российского экспорта в страны дальнего зарубежья оплачивается в рублях, основная часть выгоды экспортеров, получаемой в результате снижения курса рубля, достигается за счет внутренней экономики.

Ослабление курса национальной валюты – не единственный и не лучший метод достижения ценовых конкурентных преимуществ. Предпочтительнее получать конкурентные преимущества, снижая цены вслед за снижением издержек производства. Так, снижение внутренних цен на энергоносители и связанные с ними тарифы на электроэнергию и услуги транспорта обеспечили бы российским производителям более значительные и устойчивые конкурентные преимущества, чем занижение валютного курса рубля.

В сложившихся в настоящее время в российской экономике условиях динамика денежной базы вне зависимости от того, осознается то обществом и денежными властями или нет, органически связана с финансированием бюджетного дефицита и приростом или уменьшением альтернативного источника этого финансирования – внутреннего долга. Денежная база и внутренний долг как обязательства расширенного правительства являются близкими субститутами, способными взаимно замещать друг друга. С точки зрения общества предпочтительным является первоочередное полное использование эмиссионного ресурса, а не максимально возможное наращивание долга. Увеличение долга в случае необходимости должно дополнять, а не замещать прирост денежной базы в качестве источника финансирования дефицита.

Прирост внутреннего долга, превышающий необходимое финансирование дефи-

цита, не имеет смысла, поскольку он оседает на счетах бюджета и, следовательно, ведет к уменьшению денежной базы.

Относительно стабильный размер денежного предложения ЦБ позволил бы поддерживать устойчивый объем бюджетного дефицита, а увеличение дефицита во время депрессии могло бы финансироваться за счет прироста государственного долга и расходования валютных резервов, в частности бюджетных фондов.

### Список литературы

- Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов. М., 2017. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/48125/on\\_2019\(2020-2021\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/48125/on_2019(2020-2021).pdf)
- Борzych О.А., Моголат А.Н. Монетарный анализ: альтернативный взгляд на трансмиссионный механизм в российской экономике // Деньги и кредит. 2017. № 9 С. 48–54.
- Грищенко В.О. Денежный мультипликатор в современных финансовых системах // Деньги и кредит. 2017. № 9. С 10–17.
- Кудрин А., Горюнов Е., Трунин П. Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность // Вопросы экономики. 2017. № 5. С. 5–28.
- Моголат А.Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 3–9.
- Моисеев А.К. Макрофинансовая политика экономического роста. М.: ИНП РАН, 2017.
- Навой А.В. Адаптация платежного баланса Российской Федерации к внешним шокам в 2014–2017 годах // Деньги и кредит. 2017. № 11. С. 3–13.
- Хесин Е.С. Управление инфляцией: движущие силы перемен // Деньги и кредит. 2017. № 12. С. 9–14.

Рукопись поступила в редакцию 29.01.2018 г.

## CENTRAL BANK (RF) MONETARY POLICY AND THE DYNAMICS OF THE RUSSIAN ECONOMY 2015–2017

*V.E. Manevich*

*Vitaly E. Manevich*, Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

Monetary policy affects a number of key parameters of the economic system largely determine the dynamics of the economy, particularly on interest rates, exchange rate, and amount of money high performance. In the present conditions of the Russian economy direct impact interest rates have no stake on credit and deposit operations of the Central Bank, because they determine the minimum rate of return of assets acceptable to banks. High deposit rate of the Central Bank distorts the asset composition of banks, suppresses their loan and investment activity. Even a small reduction in deposit rates of the Central Bank in 2017 has helped spur the credit policy of banks. The article analyzes the effects of exchange rate changes depending on the currency in which exports and imports are paid. The weakening of the ruble to reserve currencies makes the purchase of Russian exports more profitable for foreign buyers only if the exports are paid in rubles. If the export settlements are made in dollars and other reserve currencies, the weakening of the ruble is beneficial for exporters only at the expense of the domestic economy. The increasing domestic debt exceeding the size of the budget deficit is associated with the reduction of the monetary base, or slowing its growth. In fact, interest-free liabilities of the extended government (reserve money) in this case, replaced with interest obligations (government bonds). The relatively stable size of the money supply, the Central Bank would allow maintaining a sustainable budget deficit, and the increase in the deficit during the depression could be financed by increase in public debt and spending of foreign exchange reserves, in particular – budget funds.

*Keywords:* interest rate, loans, deposits, excess liquidity, exchange rate, exchange reserves, monetary base, foreign assets.

*JEL:* E00, E22, E52, H50, O11

---

## References

- Grishenko V.O. (2017). The money multiplier in modern financial systems. *Money and Credit*, no. 9, pp. 10–17 (in Russian).
- Borsih O.A., Mogilat A.N. (2017). Monetary analysis: An alternative perspective on the transmission mechanism in the Russian economy. *Money and Credit*, no. 9, pp. 48–54 (in Russian).
- Hesin E.S. (2017). Managing inflation: Driving forces of change. *Money and credit*, no. 12, pp. 9–14 (in Russian).
- Kudrin A., Gorjunov E., Trunin P. (2017). Expansionary monetary policy: Myths and reality. *Voprosy Ekonomiki*, no. 5, pp. 5–28 (in Russian).
- Mogilat A.N. (2017). An overview of the main channels of the transmission mechanism of monetary policy and tools of their analysis in the Bank of Russia. *Money and credit*, no. 9, pp. 3–9 (in Russian).
- Moiseev A.K. (2017). Macro-financial growth policy. Institute of Economic Forecasting Russian Academy of Sciences. Moscow (in Russian).
- Navoy A.V. (2017). Adaptation of the balance of payments of the Russian Federation to external shocks in the years 2014–2017. *Money and Credit*, no. 11, pp. 3–13 (in Russian).
- The Bank of Russia. Guidelines for the single state monetary policy for the year 2018 and the period of 2019 and 2020. Moscow, 2017. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/48125/on\\_2019\(2020-2021\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/48125/on_2019(2020-2021).pdf) (in Russian).

*Manuscript received 29.01.2018*

---

## ДОЛГОВРЕМЕННАЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ КОМПАНИЙ: ОСНОВНЫЕ ВЫЗОВЫ

*И.П. Комарова, В.Л. Устюжанин*

Потеря своего положения на рынке ведущими мировыми компаниями, которые в течение длительного времени считались безусловными лидерами соответствующей отрасли и обладали значимыми корневыми компетенциями, свидетельствует о необходимости научного осмысления такого экономического феномена, как долговременная конкурентоспособность. Цель исследования состоит в определении причин, которые могут привести к потере конкурентоспособности компаний – лидеров своего поля рынка. Задачи исследования предполагают: 1) выявление критических состояний (точек вызова (перелома)), в результате наступления которых компания вынуждена переформатировать свою деятельность; 2) определение факторов, порождающих возникновение критических состояний. Проблема поддержания устойчивой конкурентоспособности находится на стыке управленческой и экономической наук, что требует сочетания методологии нескольких теорий: неоклассической экономической (теории конкуренции), фирмы (предпринимательской теории фирмы, теории организаций, стратегического менеджмента и маркетинга), новой институциональной (теории транзакционных издержек и экономической теории контрактов) и экономической социологии (теории социальных полей). В качестве

---

© Комарова И.П., Устюжанин В.Л., 2018 г.

*Комарова Ирина Павловна*, к.э.н., доцент, кафедра экономической теории, ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», Москва, Россия, [komarik\\_ira@mail.ru](mailto:komarik_ira@mail.ru)

*Устюжанин Владимир Леонидович*, научный сотрудник, лаборатория механизмов финансово-промышленной интеграции, Центральный экономико-математический институт (ЦЭМИ) РАН, Москва, Россия, [vladimir-ustyuuzhanin@rambler.ru](mailto:vladimir-ustyuuzhanin@rambler.ru)