

Институт энергетики и финансов

**Предложения по альтернативным подходам
денежно-кредитной политики**

2015

Оглавление

1. Основные цели и принципы денежно-кредитной политики: новые подходы	3
1.1. Главные цели – обеспечение устойчивости рубля путем стабильного роста экономики, ограничения долгосрочной инфляции, стабильности платежной и финансовой системы	3
1.1.1. Расширение функций Центрального банка в соответствии с конституционным мандатом и Федеральным законом	3
1.1.2. Отвязка денежно-кредитной политики от внешних факторов (в т.ч. таких как цены на нефть, внешние займы, доступ к внешним рынкам).....	5
1.1.3. Оценка количественных ориентиров ожидаемых уровней инфляции	6
1.2. Принципы ДКП – отход от инфляционного таргетирования и свободного плавления курса рубля, снижение волатильности и фактический стабильный курс рубля, повышение монетизации и др.....	7
1.2.1. Отход от инфляционного таргетирования и режима свободного плавления рубля	7
1.2.2. Повышение монетизации экономики с использованием многоканальной целевой эмиссии; увеличение роли длинных денег в структуре монетизации.....	9
1.2.3. Снижение процентных ставок для стимулирования экономического роста...	12
1.2.4. Обеспечение стабильности на валютном рынке – важнейший принцип денежно-кредитной политики.....	15
2. Переход к денежно-кредитным механизмам стимулирования экономического роста для реализации целей и принципов альтернативной денежно-кредитной политики.....	21
2.1. Основные факторы и условия реализации ориентиров	21
2.2. Расчетные параметры целевой долгосрочной эмиссии (в т.ч. один из предлагаемых вариантов).....	23
2.3. Стыковка ДКП с бюджетной политикой правительства, прогнозами МЭР и т.д. (бюджетный дефицит как механизм стимулирования экономического роста).....	28
2.4. Расчеты альтернативных параметров ДКП при умеренной инфляции (7-10% годовых) и долгосрочном стабильном («отвязанном» от цены на нефть) курсе рубля с учетом отхода от свободного плавления рубля и от инфляционного таргетирования.....	30
3. Альтернативные инструменты ДКП; сбалансированные количественные ориентиры на среднесрочную перспективу	32
3.1. Количественные индикаторы по основным макроэкономическим и денежно-кредитным параметрам на 2016-2018 гг.	32
3.2. Предлагаемые инструменты денежно-кредитной политики	38
4. Ожидаемые результаты	41

Предложения по альтернативным подходам денежно-кредитной политики

1. Основные цели и принципы денежно-кредитной политики: новые подходы

1.1. Главные цели – обеспечение устойчивости рубля путем стабильного роста экономики, ограничения долгосрочной инфляции, стабильности платежной и финансовой системы

1.1.1. Расширение функций Центрального банка в соответствии с конституционным мандатом и Федеральным законом

Согласно Конституции РФ (п.2, ст. 75, гл. 3), «защита и обеспечение устойчивости рубля - основная функция Центрального банка Российской Федерации».

Основные цели деятельности ЦБ прописаны в ФЗ «О Центральном банке РФ» (гл. 1, ст. 3). Среди них:

- защита и обеспечение устойчивости рубля;
- обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации.

В Основных направлениях единой денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов (одобрено Советом директоров Банка России 10.11.2015) (далее – ОНДКП-2016), отмечается, что:

- *«Защита и обеспечение устойчивости рубля является основной функцией Банка России в соответствии с Конституцией Российской Федерации»¹.*

- *«Устойчивость рубля обеспечивается посредством поддержания ценовой стабильности, что является основной целью денежно-кредитной политики».*

При этом реализация поставленных задач на текущем этапе происходит далеко не самым успешным путем и цели регулятора по-прежнему не достигнуты.

В частности, после введения ЦБ режима свободного плавления осенью 2014 г. волатильность курса рубля резко возросла и сохраняется на более высоком уровне, чем прежде. Кроме того с учетом большой доли импорта наблюдавшееся падение курса рубля привело к значительному ускорению роста потребительских цен (в т.ч. на отечественные товары).

Другими словами, не достигнув пока первой цели – сохранения устойчивости рубля, не была выполнена и вторая обозначенная цель – ценовая стабильность.

¹ Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов, ЦБ РФ. одобрено Советом директоров Банка России 10.11.2015 г. - С. 3. / Официальный сайт Центрального Банка Российской Федерации [Электронный ресурс] // Режим доступа: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016\(2017-2018\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016(2017-2018).pdf)

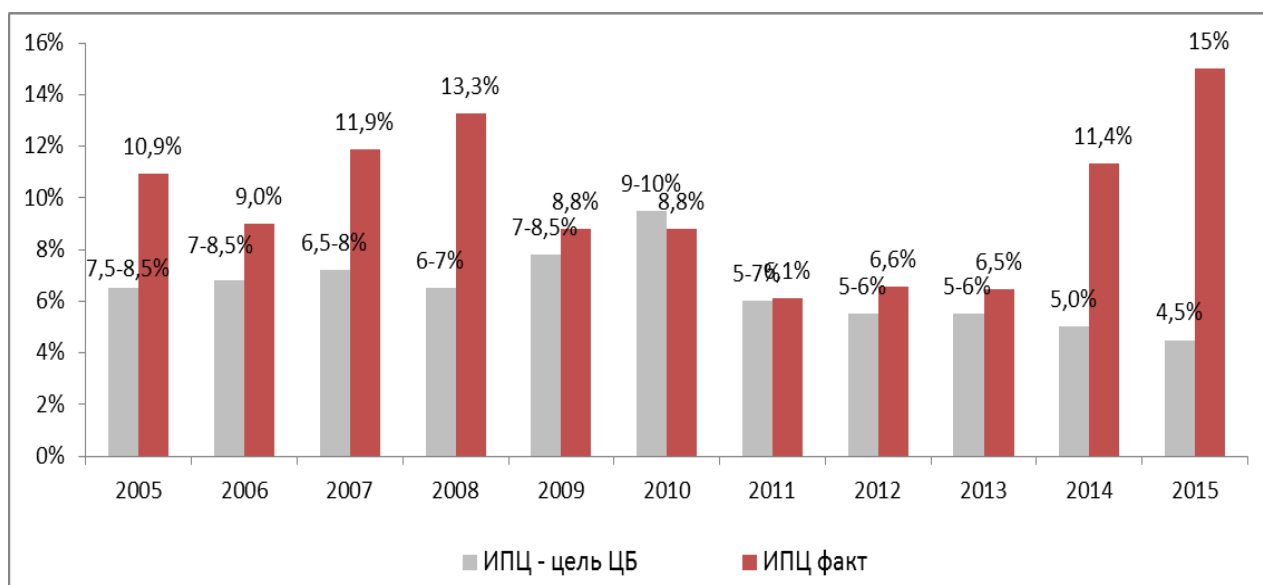
Также в ОНДКП-2016 отмечается:

• «Повышение Банком России ключевой ставки до 17% годовых в декабре 2014 года, комплекс мер по поддержанию финансовой стабильности... позволили стабилизировать ожидания, ограничить инфляционные риски и нормализовать ситуацию в банковском секторе и на финансовом рынке»².

На самом деле, повышение ключевой ставки до 17% годовых в декабре 2014 года оказало в целом негативное воздействие на экономику России: рост экономики стал резко замедляться, сократились инвестиции, масштабно были отложены запланированные крупные инвестпроекты, сократился спрос на кредиты и др.

Ориентиры по достижению более низкого уровня инфляции, прописываемые Банком России, почти никогда не приводили к выполнению поставленных им целей (рисунок 1). Это является следствием узконаправленного подхода, когда экономические показатели не рассматриваются комплексно и недостаточно полно учитываются имеющиеся взаимосвязи.

Рисунок 1 - Цели ЦБ по инфляции и фактический уровень ИПЦ (%)



Источник: ЦБ РФ, Росстат.

В частности, отпущение курса рубля в «свободное плавание» привело к обесцениванию рубля и было мощнейшим фактором роста инфляции. Не имея возможности обеспечения параметров искомой инфляции, равно как и не владея рычагами управления ею, регулятор не может достигнуть цели стабильности рубля. Стабильность рубля обеспечивается как мероприятиями по поддержанию курса, так и путем создания

² Там же.

условий экономического роста в качестве фактора обеспечения стабильности и привлекательности национальной валюты.

Для этого необходимо расширение функций ЦБ РФ, т.е. включение в их число функций по созданию ряда условий для обеспечения экономического роста. Регулятор не должен ограничиваться борьбой с инфляцией без её увязки с не менее важными экономическими и финансовыми показателями развития страны.

С этой целью предполагается использовать новые возможности, возникшие вследствие введения поправок в ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации» (поправки от 23.07.2013 г.). Речь, в частности, идет о ст. 34.1 ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации», где теперь более расширенно трактуются цели Банка России: «устойчивость рубля посредством ценовой стабильности, в т.ч. для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста».

Представляется целесообразным более четко формулировать задачи ЦБ РФ по достижению экономического роста, а не косвенно с привязкой к отдельным общим формулировкам, как это имеет место в настоящем.

В предлагаемых сценариях альтернативной денежно-кредитной политики (ДКП) в среднесрочном периоде в качестве главной цели предлагается обеспечение устойчивости рубля, которое может быть реализовано путем:

- стабильного роста экономики;
- ограничения долгосрочной инфляции;
- достижения стабильности платежной и финансовой системы.

Сформулированные далее подходы и меры денежно-кредитной политики будут ориентироваться в том числе на задачи обеспечения условий для экономического роста, а не только на достижение целевого уровня инфляции. При ранжировании целей с учетом имеющихся ограничений, приоритет следует отдавать росту производства и инвестиций в рамках ориентиров (ограничений) по инфляции и курсу рубля.

1.1.2. Отвязка денежно-кредитной политики от внешних факторов (в т.ч. таких как цены на нефть, внешние займы, доступ к внешним рынкам)

Проводимая в настоящее время ЦБ РФ денежно-кредитная политика является отражением конъюнктуры на внешних рынках. Подходы регулятора должны, в частности, способствовать снижению зависимости денежно-кредитной политики от внешних факторов – таких как цены на нефть, внешние займы, доступ к внешним рынкам и др. При этом речь не идет о полной изоляции денежно-кредитной сферы РФ от представленных

параметров и внешней среды. Требуется отказаться от тесной, автоматической связи с данными параметрами. Необходимо повысить устойчивость денежно-кредитной системы РФ и экономики в целом по отношению к внешним шокам.

Это возможно осуществить с помощью более активного использования регулятором широкого арсенала имеющихся у него инструментов. К таким относятся денежные и нормативно-регулятивные механизмы (процентные ставки, нормы резервирования, валютные позиции и др.), золотовалютные резервы (ЗВР), словесные интервенции и пр., которые могут оказать стимулирующее воздействие на экономический рост.

1.1.3. Оценка количественных ориентиров ожидаемых уровней инфляции

ЦБ ставит своей целью снижение уровня инфляции до 4% к 2017 г. Столь низкий уровень может быть достигнут в случае резкого торможения роста и даже снижения цен в 2016 г. Такая динамика цен при сохранении прежних подходов регулятора (которые не способствуют снижению волатильности валютного курса, незначительно сокращают процентные ставки и в целом не демонстрируют четкие позиции) представляется нереализуемой.

Также, как известно, значительный вклад в инфляцию вносит ежегодное традиционное повышение стоимости услуг естественных монополий. Заморозка уровня тарифов на один год будет способствовать торможению инфляции. Однако, как правило, на следующий год после замораживания тарифы повышают более значительно, что вызывает ускорение инфляции. Кроме того, установление заведомо недостижимых целей подрывает доверие населения, бизнеса и инвесторов к действиям ЦБ. Рост тарифов не должен превышать установленные ориентиры по росту потребительских цен в целом.

Торможению инфляции, как предполагается, должны способствовать также поддержание стабильного и достаточно крепкого рубля. Кроме того важно содействовать расширению доступа к кредитным ресурсам для реальной экономики, в т.ч. посредством снижения уровня процентных ставок. Это будет стимулировать рост производства в т.ч. по каналам замещения отечественным производством дорогостоящей импортной продукции.

Для сокращения уровня инфляции будет применяться комплексная система мер по ценовой политике, развитию конкуренции, импортозамещению, валютному, банковскому и антимонопольному регулированию, снижению издержек, более равномерному распределению госрасходов (в течение года). Предполагается, что согласно базовому

сценарию альтернативной ДКП, ИПЦ в 2016 г. достигнет уровня 10,8%, в 2017 г. – 9,9% и 2018 г. – 9,0%.

В случае реализации стрессового и пессимистичного сценариев уровень ИПЦ будет иметь более низкие значения, что связано с более агрессивным снижением ключевой ставки ЦБ и как следствие остальных ставок для экономики.

1.2. Принципы ДКП – отход от инфляционного таргетирования и свободного плавления курса рубля, снижение волатильности и фактический стабильный курс рубля, повышение монетизации и др.

1.2.1. Отход от инфляционного таргетирования и режима свободного плавления рубля

В качестве главной цели политика инфляционного таргетирования, как известно, предполагает уменьшение темпов роста потребительских цен. Согласно документам Банка России и выступлениям его руководителей в 2010-2015 гг., основными элементами инфляционного таргетирования являются:

- использование процентных ставок в качестве базового инструмента денежно-кредитной политики;
- переход к плавающему валютному курсу;
- повышение роли среднесрочного макроэкономического прогнозирования;
- транспарентность и публичный характер принимаемых регулятором решений.

Несмотря на многолетнюю подготовку к введению инфляционного таргетирования и режима свободного плавления рубля, очевиден полный провал перехода к ним в нынешней кризисной ситуации. В условиях снижения цен на основные экспортные товары, обесценивающегося рубля и торможения экономики (что было обусловлено не только внешними, но также и внутренними проблемами), устранение регулятора от поддержки курса национальной валюты и изменение ключевых правил функционирования финансовой сферы лишь усугубили негативные тенденции как в валютно-финансовой сфере, так и в экономике целом.

Кроме того, использование процентных ставок в качестве базового инструмента денежно-кредитной политики практически невозможно реализовать из-за того, что процентный канал денежной трансмиссии не в состоянии обеспечить в России тесной связи цены денег с основными макроэкономическими параметрами (включая валютный курс).

Это является следствием унаследованной из многолетней практики, при которой главным каналом монетизации (рублевой эмиссии) выступала внешняя сфера, когда экспортная выручка и внешние займы были основным источником рублевых ресурсов для экономики. При таких подходах формирование рублевой массы не является прямым следствием роста спроса на деньги, равно как их цены. Происходит всего лишь техническая операция покупки валюты у экспортеров и выдача им соответствующего количества рублей. Естественно, подобная механическая операция не способна базироваться на фактическом спросе на деньги и их цене. Для превращения процентной ставки в реальный индикатор, отражающий спрос на деньги, такие ставки должны складываться посредством постоянно расширяющегося спроса на деньги со стороны внутренних участников рынка. Указанный внутренний спрос должен начать играть решающую роль в формировании спроса на деньги в экономике в целом³.

Другие элементы декларируемой с осени 2014 г. новой денежно-кредитной политики Банка России также либо невозможно реализовать, либо регулятор не заинтересован в их реализации. В частности, повышение роли среднесрочного макроэкономического прогнозирования в нынешних условиях – это практически трудновыполнимая задача по причине сложного прогнозируемого характера макроэкономических процессов в условиях пришедшего в Россию экономического кризиса (т.е. волатильных цен на энергоресурсы, западных санкций и т.д.).

В целом переход к инфляционному таргетированию (т.е. усилению борьбы с инфляцией) сопровождается резким ростом цен, т.е. ведет к результатам, прямо обратным декларируемым задачам.

Кроме того, наблюдаемая сейчас высокая волатильность рубля максимально затрудняет предприятиям планирование и прогнозирование, тем самым делая невозможным нормальный ход инвестиционных процессов и расширенного воспроизводства.

С целью использования денежных механизмов для стимулирования экономического роста и устранения негативных эффектов нынешней денежно-кредитной политики (в особенности, проводимой с осени 2014 г.), необходим отход от инфляционного таргетирования и свободного плавания курса рубля. При этом очевидно

³ Кроме того это объясняется недостаточным развитием отдельных сегментов российского финансового рынка, в частности рынка межбанковского кредитования, рынка производных финансовых инструментов, а также возникшими высокими девальвационными ожиданиями. Также использование ставок как базового инструмента для целей инфляционного таргетирования должно опираться на широкую базу эмпирических исследований, обосновывающих причинно-следственные связи. Такие исследования на данный момент отсутствуют.

потребуется отказаться от многих составляющих или тесно связанных с ними элементов (например, «денежного сжатия»). Помимо этого потребуются шаги по стабилизации валютного рынка, которые имели бы позитивные эффекты (падение волатильности, снижение инфляции и т.д.).

Одним из основных таких шагов станет поддержка курса рубля в оптимальном интервале, которая будет способствовать:

- снижению волатильности на валютном рынке;
- существенному торможению и затем – падению инфляции (с учетом высокой роли валютного фактора в инфляционных процессах на текущем этапе);
- созданию большей ясности для экономических агентов;
- облегчению планирования и прогнозирования (в т.ч. на микро-уровне);
- создание условий (нормативов, валютных позиций и др.), которые будут повышать привлекательность рубля для использования в операциях по сравнению с иностранной валютой.

При этом снижение ключевой ставки Банка России должно остаться важным элементом регулирования финансового рынка (в т.ч. расширения кредитования).

1.2.2. Повышение монетизации экономики с использованием многоканальной целевой эмиссии; увеличение роли длинных денег в структуре монетизации

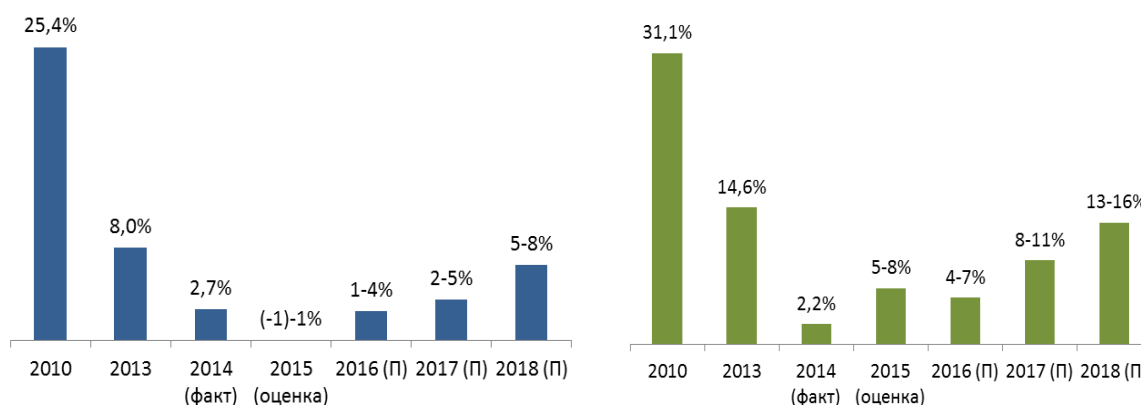
От уровня монетизации зависит обеспеченность финансовыми ресурсами экономических агентов и создание более комфортных условий для экономического роста. Уровень монетизации российской экономики остается низким как по сравнению с развитыми странами, так и странами БРИКС.

В прежние годы основной акцент в российской экономике делался на внешнюю сферу как на источник финансирования роста. Ограничение доступа к внешним дешевым финансовым ресурсам (из-за низких цен на нефть, санкций и т.д.), а также сохраняющаяся геополитическая напряженность в отношении России сокращают возможности реализации долгосрочных инвестиционных проектов в экономике.

Это повышает актуальность национальных механизмов и источников формирования ресурсной базы (в т.ч. длинной), необходимых для рефинансирования ранее взятых кредитов, а также для осуществления структурных преобразований в российской экономике.

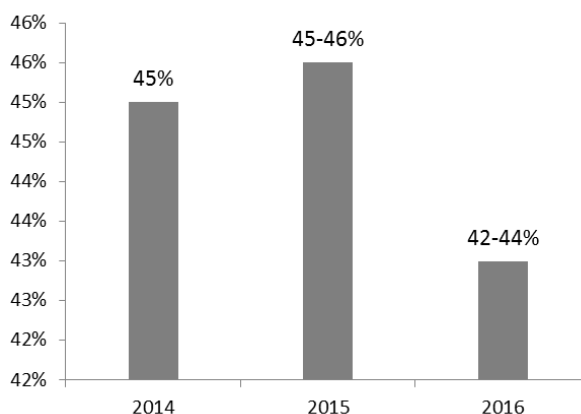
Однако проводимая Банком России политика «денежного сжатия» также ограничивает возможности экономического роста, и негативно отражается на уровне монетизации и формировании адекватного объема длинных денег. К тому же при планируемых регулятором среднесрочных темпах прироста денежной массы и денежной базы (рисунок 2) может произойти новое падение уровня монетизации экономики РФ (рисунок 3), что также ограничивает возможности по удовлетворению ее потребностей в длинных деньгах.

Рисунок 2 - Темпы прироста денежной базы и денежной массы (M2) согласно денежно-кредитной политике ЦБ РФ (с начала года, %)
а) Денежная база **б) Денежная масса**



Источник: по данным «Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов», ЦБ РФ. 2015; статистика с оф. сайта ЦБ РФ.

Рисунок 3 - Монетизация российской экономики при заданной ЦБ динамике M2 и прогнозу МЭРа по ВВП в 2015-2016 гг. (%)



Источник: по данным Росстат; ЦБ РФ «Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов», ЦБ РФ; МЭР, прогноз от окт. 2015.

В нынешних условиях, при ограничении доступа к внешним финансовым ресурсам, важно использовать механизмы формирования финансовых потоков на основе внутренних

источников. Другими словами денежная база должна формироваться за счет внутренних факторов, и не зависеть от динамики цен на энергоносители.

Кроме того необходимо, чтобы формируемые средства имели целевой характер, т.е. финансовые ресурсы должны быть направлены на реализацию первоочередных бюджетных и иных приоритетных государственных задач.

Требуемый уровень денежного предложения должен определяться спросом на деньги со стороны внутреннего, в первую очередь, реального сектора экономики и государственных институтов развития (с учетом инвестиционных и инновационных задач) при регулирующем значении ключевой ставки. Однако, существующие высокие процентные ставки сильно занижают спрос на кредиты.

При этом объективные потребности экономики РФ диктуют необходимость увеличения уровня монетизации ($M2/ВВП$), роста кредитования и развития банковской системы. С целью ее стабилизации необходимо увеличить предложение ликвидности и повысить роль Банка России в качестве кредитора последней инстанции и источника финансовых ресурсов в целом.

Укажем, что по оценкам, потребности экономики РФ в длинных деньгах с целью осуществления инвестиций в основной капитал в 2016 - 2017 гг. могут заметно превысить официально анонсируемую величину – около 2 трлн. руб. в год. В этой связи необходимо увеличение роли длинных денег в структуре монетизации. Это потребует использования денежно-кредитных, финансовых (бюджетных) и иных механизмов, которые позволили бы обеспечить формирование необходимого объема длинных денег по цене, доступной для большей части экономических субъектов. Целесообразно, в частности, создание длинных и сверхдлинных ресурсов с невысоким уровнем процентной ставки для решения приоритетных целей экономической политики (ипотека, малый бизнес, программы регионального развития, импортозамещение, инновации и др.).

Для решения этой задачи требуется многоканальная целевая кредитная эмиссия, организуемая денежными властями с более привлекательными условиями для реального сектора экономики (рисунок 4).

Рисунок 4 - Многоканальная денежная эмиссия ЦБ РФ



Одним из важнейших используемых механизмов станет рефинансирование банков под кредитование ими реального сектора экономики и инвестиций в приоритетных сферах. При этом предполагается широкое использование хорошо известных и отработанных в практике развитых стран косвенных (рефинансирование под залог обязательств государства) и прямых (софинансирование государственных программ, кредиты под госгарантии, фондирование институтов развития) каналов денежной эмиссии. Важную роль должно играть также использование целевых государственных бумаг (в том числе связанных с финансированием долгосрочных инвестиционных проектов), которые дополняются инструментами среднесрочного финансирования.

Такой подход будет способствовать созданию мощной основы длинных ресурсов в экономике (по опыту наиболее зрелых финансовых систем).

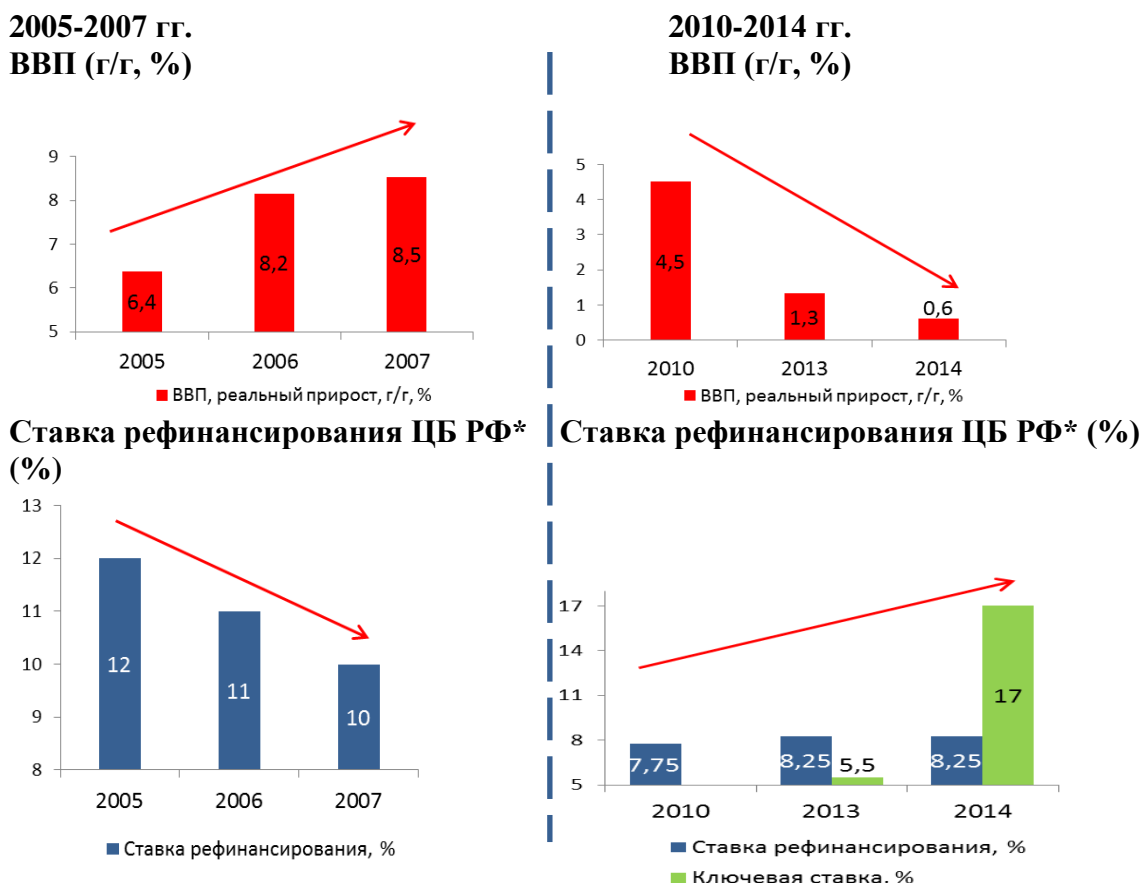
1.2.3. Снижение процентных ставок для стимулирования экономического роста

Повышение уровня процентных ставок, с помощью которого Банк России борется с высокой инфляцией, имеет противоположный эффект. Высокие ставки способствуют росту издержек производителей, и транслируются в рост цен конечной продукции. Это снижает конкурентоспособность российских производителей по сравнению с

иностранными на внутреннем рынке, способствуя росту импорта, и препятствует выходу отечественной продукции на внешние рынки.

Необходимо учитывать, что в последние годы в российской экономике прослеживается отчетливая корреляция между повышением ставок и экономическим ростом, когда рост ставок тормозит рост экономики и наоборот (рисунок 5).

Рисунок 5 - Рост экономики РФ и ставка рефинансирования Банка России



*на конец года.

Источники: ЦБ РФ, Росстат.

С целью выравнивания условий деятельности российских предприятий по сравнению с иностранными конкурентами и поддержания конкурентоспособности отечественных производителей требуется снижение ключевой ставки Банка России, которая в обозримом будущем должна находиться на уровне ниже инфляции. Кроме того более низкие ставки будут способствовать росту значимости кредитных ресурсов в инвестиционных программах. В настоящее время доля кредитных ресурсов в инвестициях составляет менее 10%, что значительно ниже, чем даже в развивающихся странах (около 30%).

Деятельность Банка России по операциям рефинансирования с пониженными ставками должна учитывать потребности в ресурсах на инвестиции по государственным программам, а также частного сектора и отдельных его направлений. Это может быть сделано путем многократного увеличения масштабов использования уже применяемых ЦБ РФ специальных инструментов рефинансирования. При этом в альтернативном варианте ДКП планируется расширение их состава и снижение процентных ставок в зависимости от целей кредитования, а также увеличение сроков по предоставляемым инструментам.

Банку России следует осуществлять эмиссии рублей по различным каналам для достижения значимых позитивных макроэкономических последствий. В частности каналы формирования рублевой ликвидности могут осуществляться на основе:

- рефинансирования коммерческих банков под обязательства производственных предприятий;
- покупку ЦБ облигаций государства и институтов развития;
- замещения инвалютных кредитов;
- приобретения иностранной валюты в валютный резерв;
- внешнего спроса на рубли для кредитования внешнеторгового оборота, капитальных операций и формирования рублевых резервов иностранных государств и банков (что будет особенно значимо в случае перехода части российских внешнеторговых операций на расчеты в рублях).

В реальную экономику эти средства будут направляться по более высоким процентным ставкам (под 1-3% годовых) в т.ч. через уполномоченные банки (более подробно см. рисунок 4).

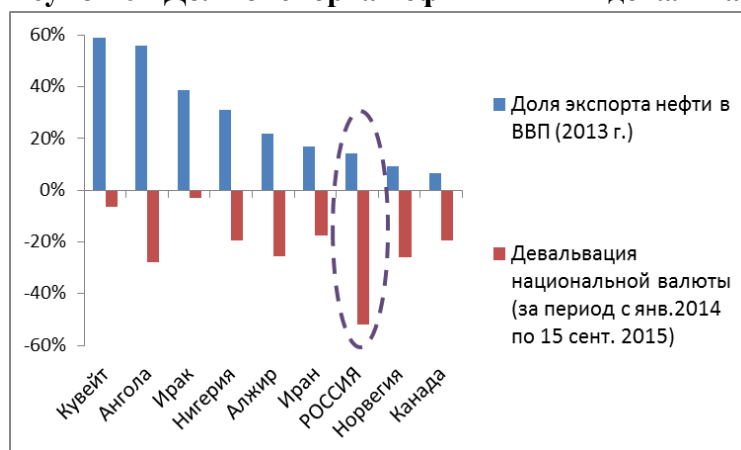
С учетом отсутствия риска при бюджетном финансировании возможно использование нулевых процентных ставок. Целевая кредитная эмиссия будет осуществляться по различным направлениям, в частности:

- госпрограммы (под нулевую процентную ставку);
- институты развития (под нулевую процентную ставку);
- импортозамещение (под ставку 1%, исходя из оценки рисков невостребованности продукции, например, в сельском хозяйстве).

1.2.4. Обеспечение стабильности на валютном рынке – важнейший принцип денежно-кредитной политики

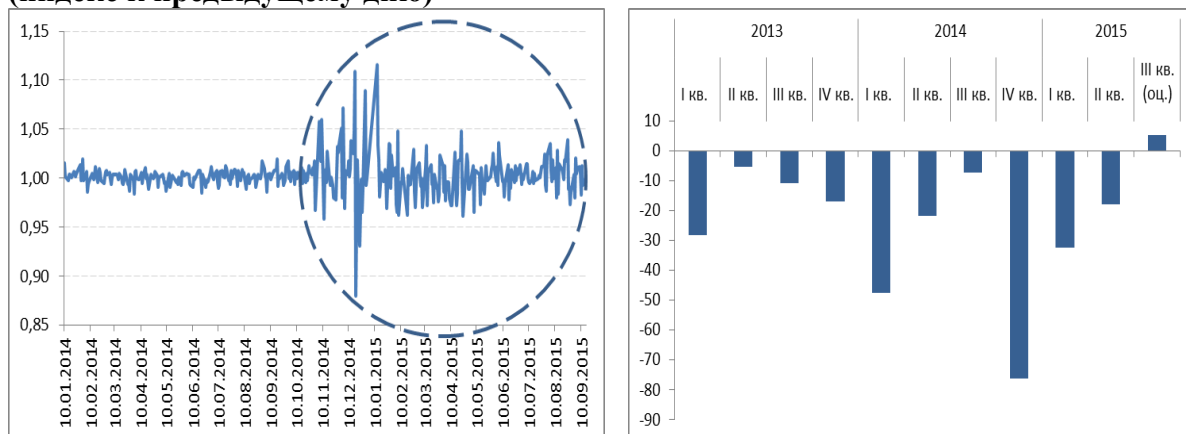
Снижение нефтяных цен способствовало началу снижения курса российского рубля. Отметим, что масштаб снижения валютного курса рубля был более существенен, чем у валют других нефтеэкспортеров (рисунок 6). Причем даже у тех стран, у которых доля экспорта в ВВП играет гораздо бóльшую роль (Кувейт, Ирак, Нигерия и др.), чем в России, а потому, по идее, их национальные валюты должны быть более чувствительны к падению нефтяных цен, масштаб обесценения валют этих стран был значительно меньше, чем у рубля. Масштабному обвалу курса в конце 2014 г. и существенному росту его волатильности (рисунки 6 и 7) способствовал переход к режиму плавающего валютного курса.

Рисунок 6 - Доля экспорта нефти в ВВП и девальвация национальных валют (%)*



*данные по Канаде включают экспорт нефти и газа
Источники: Bloomberg, МВФ, национальная статистика

Рисунок 7 - Волатильность курса рубля Рисунок 8 - Отток капитала (млрд. долл.) (индекс к предыдущему дню)

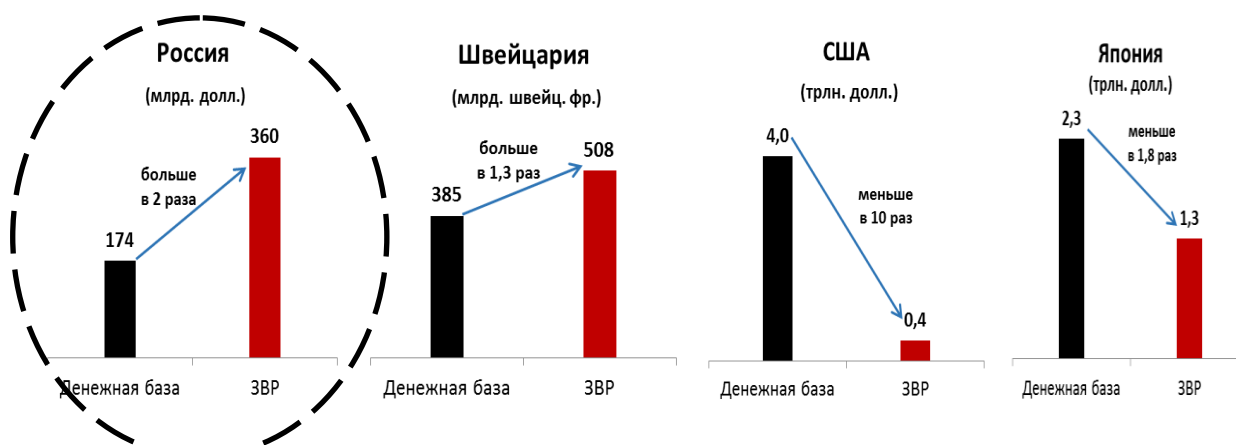


Источник: по данным ЦБ РФ.

Столь резкое обесценение и сохраняющаяся волатильность курса (рисунок 7) снизили доверие экономических агентов к рублю. В условиях нечеткой позиции регулятора в сложившейся ситуации это способствует оттоку капитала (рисунок 8), сокращению инвестиций и спаду в экономике.

С целью укрепления доверия к рублю, Банк России должен четко обозначить свои курсовые предпочтения и возможности устанавливать курс, которыми он располагает. Речь идет о том, что размер ЗВР в настоящее время почти в 2 раза превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы), т.е. рубль является одной из самых обеспеченных валют мира (рисунок 9). Другими словами, все рубли в экономике можно теоретически стерилизовать, а курс — установить на том уровне, который требуется регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой.

**Рисунок 9 - Объем ЗВР и денежная база валют ряда стран
(конец 2014 г., июнь 2015 г.)**



Источники: центральные банки соответствующих стран.

Сохранение положительного сальдо торгового и платежного балансов (даже в условиях достаточно низких цен на нефть и санкций) и соответствующий дополнительный приток валюты в экономику РФ лишь расширяют указанные возможности. Такое понимание необходимо довести до участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а содействовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.

Отчетливая формулировка своих курсовых предпочтений со стороны регулятора и донесение их до участников рынка наряду с использованием всех имеющихся нормативов и иных механизмов сдержек и противовесов даст участникам рынка понимание о характере планирующихся подходов и будет «перенастраивать» их к модификации своей

валютной корзины в пользу рублей, способствуя тем самым и повышению валютной стабильности в целом.

В этой связи удержание курса рубля в требуемых границах не означает риск радикального уменьшения ЗВР вследствие постоянного участия ЦБ РФ на рынке. Регулятору всего лишь достаточно после однажды сделанных задекларированных подходов продемонстрировать рынку серьезность своих намерений, время от времени показывая «мускулы» участникам путем осуществления нескольких разовых масштабных интервенций, формируя необходимый тренд на рынке. После небольшого количества таких выходов на рынок (не более 2-3) все участники поймут, что декларации регулятора являются серьезными и сразу же перестроят свою стратегию в соответствии с тем, что заявляется ЦБ.

Для минимизации дестабилизирующего использования формируемых рублевых средств (в т. ч. для избежания нежелательного давления на валютный рынок и курс рубля) необходимо предусмотреть комплекс мер, направленных на дестимулирование ухода полученных рублей в валюту.

Эти меры должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными (по опыту других стран, в частности, Швейцарии, Японии) и должны предполагать использование более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями – норм резервирования, достаточности капитала и др. Должны использоваться налоговые стимулы, а также иные механизмы, предотвращающие нецелевой переток средств, дестабилизирующий рынок (в том числе посредством использования спецсчетов, валютных позиций и иных рычагов).

В случае сокращения объемов валютных резервов до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль целесообразно на некоторое время вернуться к практике обязательной продажи части валютной выручки, а также использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

Для минимизации воздействия на курс рубля операций по продаже валюты, Банку России желательно уменьшить свое участие в указанных операциях при одновременном повышении роли Минфина. Последний может начать выпуск целевых казначейских рублевых облигаций. На вырученные средства Минфин будет покупать валюту у экспортеров, которую можно использовать для адекватного валютного обеспечения экономических участников (для этого может быть создан специальный валютный фонд

Минфина). Облигации должен покупать за рубли в первую очередь Банк России (за счет роста денежной базы, то есть эмиссии рублей), затем Минфин будет использовать эти средства для ПРЯМОЙ покупки валюты у экспортеров (т.е. без выхода на валютный рынок), что позволит осуществить продажу валюты в Минфин, не влияя на валютный курс.

Также необходим комплекс мер по формированию более выгодных условий хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте, что будет стимулировать экспортеров продавать валюту. Если регулятор сумеет четко сформулировать свои курсовые предпочтения и донести их до участников рынка, а также использовать все имеющиеся нормативы и иные механизмы сдержек и противовесов, то участники рынка смогут лучше понять характер планируемых действий и модифицировать свою валютную корзину в пользу рублей.

Необесценивающийся рубль, будет во многом способствовать увеличению интереса к рублю при уменьшении заинтересованности держателей валюты (вплоть до введения специальных мер по продажам при необходимости). Поскольку ЗВР не будут использоваться для покрытия бюджетного дефицита, их можно будет использовать для стабилизации валютного рынка.

Напомним также, что в прошлом устойчивая тенденция укрепления рубля привела и к улучшению качества экономического роста: к постепенной переориентации экономики с добывающих на перерабатывающие отрасли, а также с факторов внешнего спроса на внутренний спрос. Это подтверждало позитивное структурное воздействие крепкого валютного курса на экономику. Тогда можно было говорить о намечавшейся тенденции к улучшению качества роста и постепенной переориентации «двигателей роста» во-первых, с добывающей сферы на перерабатывающие отрасли и, во-вторых, с факторов внешнего спроса на внутренний спрос.

Таким образом, стабилизация положения на валютном рынке, повышение доверия к рублю, расширение сферы его применения будут важными факторами для обеспечения устойчивого и долгосрочного развития и улучшения качества экономического роста в целом. В условиях сохраняющихся внешних вызовов, равно как и внутренних проблем, необходимость такой стабилизации еще больше повышается.

Также в этой связи для прогрессивных изменений в структуре российской экономики помимо приведенных выше мер, целесообразны нижеприведенные меры и подходы.

- Для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение

среднесрочного стабильного курса рубля. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов, предоставляемых производственным предприятиям – реальному сектору.

- В геоэкономическом плане следует также помнить, что рублевое пространство – это то, что формируется и управляется национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами, и от того, насколько «весома» и стабильна будет эта рублевая среда в международной финансовой системе, зависит вес и место страны (а стало быть – и ее компаний и банков) в мире.

- При необходимости следует внести изменения в нормативы, регулирующие деятельность кредитных организаций, которые стимулировали бы операции в рублях и делали бы менее выгодными операции в иностранной валюте, в частности, при создании кредитными организациями резервов, оценке рисков, достаточности капитала и др.

- Для недопущения расшатывания валютного рынка целесообразно рассмотреть возможность использования успешно применявшейся ранее (в конце 1998 г.) нулевой валютной позиции по конверсионным операциям. Эта мера ограничит спекулятивную активность, не препятствуя выполнению иных обязательств (погашение долгов и др.).

- В условиях санкций необходимо ускорить проработку механизмов использования рублей в расчетах за российский экспорт. В связи с этим стоит вновь вернуться к рассмотрению предложения об осуществлении расчетов за российский экспорт в рублях (на начальном этапе – со странами СНГ, а на более позднем этапе — и с остальным миром).

- Важно учитывать геополитический аспект указанного вопроса. Вследствие расчетов в рублях для самих экспортеров уменьшатся экстерриториальные риски, связанные с возможностью применения санкций к их финансовым ресурсам (замораживание средств, мораторий по платежам и т.д.), как это может быть в случае хранения средств в иностранных банках. В нынешних условиях геополитических обострений указанное соображение более чем актуально.

- В результате расчетов в рублях российские экспортеры будут в большей степени заинтересованы в укреплении рубля, поскольку им будет выгоднее получать платежи в дорожающей (а не обесценивающейся) валюте. При этом крепкий рубль, среди прочего, выступает тормозом инфляции, способствует росту доверия к российской валюте и в целом делает ее более привлекательной для сбережений и инвестиций.

- Для минимизации дестабилизирующего использования формируемых рублевых средств (в том числе для того, чтобы избежать нежелательного давления на валютный рынок и курс рубля), необходимо предусмотреть комплекс мер, направленных на

дестимулирование ухода полученных рублей в валюту. Эти меры должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными.

2. Переход к денежно-кредитным механизмам стимулирования экономического роста для реализации целей и принципов альтернативной денежно-кредитной политики

2.1. Основные факторы и условия реализации ориентиров

Альтернативная денежно-кредитная политика учитывает среднесрочные прогнозы международных организаций и зарубежных ведущих регуляторов по мировой экономике и финансам. Эти прогнозы носят далеко не оптимистический характер, т.к. формулируются в т.ч. с учетом текущих событий в ведущих странах. Так, в октябре 2015 г. регуляторы ряда развитых стран (в т.ч. ФРС США, ЕЦБ) в очередной раз воздержались от повышения ставок. Причиной этого являются недостаточно благоприятные тенденции в динамике внутренних и внешних (в т.ч. в Китае и других зарубежных странах) экономических и финансовых показателей, которые сформировались за последние месяцы.

При этом ситуация в одной из ведущих стран – Китае, экономические связи с которой Россия планирует наращивать, - носит еще менее устойчивый характер, чем в развитых государствах. Так, в октябре 2015 г. центральный банк КНР принял решение о снижении процентных ставок и нормативов резервных требований для банков. Сравнительно недавно в Китае была проведена самая сильная за последние 20 лет девальвация юаня. Согласно последним данным (окт. 2015), валютные резервы КНР в 3 кв. 2015 г. сократились на 200 млрд. долл., при одновременном резком повышении золотого компонента (ежемесячные покупки золота с целью пополнения валютных резервов КНР достигают в среднем 15 тонн и выше).

В целом предполагается, что темпы роста мировой экономики останутся на довольно низком уровне. При этом в развитых странах экономический рост будет более выраженным, тогда как в странах развивающегося мира сохранится более высокая степень неопределенности и, возможно замедление роста.

Глубокий кризис 2008-2009 гг. свидетельствовал о том, что мировая экономика и экономика РФ вступили в целом в нелегкий длительный период, который может сопровождаться замедлением темпов роста, повышенной турбулентностью, провалами рынков и др. Несмотря на сделанные ранее официальные заявления об успешном выходе российской экономики из кризиса 2008-2009 гг., она сегодня по-прежнему находится в длительной стадии неблагоприятной хозяйственной конъюнктуры. Хотя в отдельные периоды наблюдаются временные подъемы, экономика тем не менее развивается

неустойчиво, впадая периодически в ощутимые кризисы. Имеет место дефицит инвестиций, простаивают мощности, сохраняется высокий уровень износа основных фондов и требуется их масштабное обновление.

В рассматриваемый период 2016-2018 гг. следует учитывать высокую вероятность сохранения санкций на длительный период, неблагоприятные глобальные процессы (в т.ч. геополитического характера), и риски их дальнейшего углубления. При этом ценовая конъюнктура на мировом рынке нефти, газа и других сырьевых товаров, вероятно, также останется неблагоприятной под воздействием циклических закономерностей, добычи из нетрадиционных источников (сланцевые нефть и газ), а также иных факторов.

Учитывая, что развитие мировой экономики, равно как и политической конъюнктуры влияют крайне негативно, не позволяя РФ устойчиво развиваться в такой среде, необходимо более активно использовать внутренние источники развития. Это будет минимизировать фактор внешних шоков и иных форм негативного воздействия на российскую экономику извне.

Необходимое условие благополучного перехода к длительной повышательной стадии – реализация инвестиций и внедрение передовой технологии. Все это требуется осуществить в ближайшее время. Для активизации инвестиционного процесса предлагается использование всего комплекса механизмов монетарных властей в т.ч. денежных, бюджетных (дефицитного финансирования) и пр. Это позволит при поддержке государства усилить акцент на внутренние источники инвестиций, что необходимо с учетом прогнозируемых негативных внешних факторов.

Регуляторы и бизнес должны быть готовы к применению качественно новых мер в принципиально иных условиях. Необходимо использование максимально широкого набора механизмов и инструментов, которые могут позволить переломить нынешнюю ситуацию.

При расчете параметров для альтернативного варианта ДКП для каждого года были рассмотрены пять вариантов сценариев в зависимости от внешних условий – базовый, два стрессовых, пессимистичный и оптимистичный. Во всех сценариях предполагается сохранение санкций, в т. ч. предполагается, что доступ к внешним рынкам финансовых ресурсов будет минимальным. Различия состоят в стоимости основных экспортных товаров (таблица 1).

Таблица 1 - Характеристики сценариев альтернативного варианта ДКП

Сценарии	стрессовый сценарий-1	стрессовый сценарий-2	пессимистич-ный сценарий	базовый сценарий	оптимисти-чный сценарий
Цена нефти Юралс, среднегодовая, долл./барр.	20	30	40	50	60

Базовый прогноз на 2016-2018 гг. по ряду макроэкономических параметров примерно соответствует целевому прогнозу МЭР (октябрь 2015 г.) - темпам роста ВВП, уровню ЗВР, параметрам внешней торговли и платежного баланса.

В рамках стрессового сценария (1 и 2) был также рассмотрен супер-стрессовый сценарий, который предполагает усиление внешнеполитического давления со стороны стран, применяющих санкции против России. В частности, предполагались арест части ЗВР РФ (в т.ч., например, под предлогом «Юкоса»), резкое сокращение экспорта нефти и иной экспортной продукции (газа, металлов, зерна и пр.) в т.ч. в случае введения торгового эмбарго НАТО. При этом супер-стрессовый сценарий предполагает ответные шаги в виде отказа от выплат по внешним долгам соответствующим враждебно настроенным государствам. Предполагается, что это приведет к дополнительному сжатию платежного баланса РФ на 30-50%.

В целом во всех рассмотренных сценариях предполагается отход от режима инфляционного таргетирования и свободного плавания курса рубля, снижение зависимости денежно-кредитной политики от внешних факторов (стоимость энергоносителей), более активное использование внутренних (в т.ч. денежных) механизмов стимулирования экономического роста, поддержка экономики посредством осуществления многоканальной целевой эмиссии.

2.2. Расчетные параметры целевой долгосрочной эмиссии (в т.ч. один из предлагаемых вариантов)

Параметры целевой долгосрочной эмиссии рассчитаны исходя из предположений о целесообразности роста объема денежной базы к 2025 г. на 8 трлн. руб. Повышение уровня ликвидности в экономике будет осуществляться на основе многоканальной целевой эмиссии.

При этом монетизация экономики ($M2/ВВП$) за этот период повысится до 80-100% ВВП. Рост монетизации, как ожидается, должен привести к увеличению инвестиций,

более полной загрузке производственных мощностей и иных ресурсов, а также во многом на этой основе - к более высокому экономическому росту в целом.

Предполагается, что рост денежной массы не будет оказывать повышательное давление на динамику цен, поскольку денежный шок 90-х годов сделал возможным безинфляционный рост ликвидности. За период 2000-2014 гг. отрыв роста цен и роста денежной массы достиг почти 10-ти раз. С учетом немонетарной доли инфляции, отрыв роста цен и роста денежной массы может достигать 20-ти раз. Т.е. 100% рост денежной массы (M2) вызовет повышение цен лишь на 5%. В рассматриваемый период подобные тенденции, по оценкам, будут пока еще сохраняться.

Однако в случае стрессовых сценариев в особенности, сценария-1, значительный рост ликвидности в экономике, который будет необходим для поддержания стабильности, может вызвать значительное дополнительное инфляционное давление. Повышательное давление на цены особенно может усилиться с учетом таких факторов как ослабление рубля, экономические диспропорции, структурный дефицит отдельных видов продукции (возникающий в т.ч. из-за сокращения импорта). В этих условиях допустимо введение административного регулирования цен на отдельные виды продукции (в первую очередь, на дефицитные товары). При стабилизации общеэкономической ситуации данная мера, носящая временный характер, будет отменена.

В то же время масштабный рост M2 при контроле над ценами по ряду товаров может вызвать определенное инфляционное давление в тех секторах, где контроль отсутствует. Поэтому в стрессовом сценарии-2 наряду с введением ценового контроля предполагаются сравнительно ограниченные темпы роста денежной массы (M2). Однако в стрессовом сценарии-1 допускается более высокий рост M2 с учетом необходимости более широкого использования денежных механизмов, а также антиинфляционных факторов в связи с более ощутимым падением ВВП (примерно на 7-8%). При этом без использования денежных механизмов и повышения ликвидности в экономике падение ВВП в сценарии-1 могло быть глубже, чем на 10%.

В случае реализации супер-стрессовых сценариев, факторы, влияющие на уровень цен, будут меняться. В частности, повышение денежной массы вследствие масштабного увеличения денежной базы, которое будет необходимо из-за требующихся антикризисных мер, может начать оказывать ощутимое растущее воздействие на инфляцию. Однако, в наших подходах, который предполагает контроль за ростом цен, данная тенденция будет сдерживаться административным регулированием цен в течение необходимого периода. При этом процентная ставка будет резко снижена для стимулирования активности в экономике.

Основные параметры денежной базы и денежной массы (M2) приведены в таблице 2.

**Таблица 2 - Параметры денежной базы и денежной массы (M2)
в 2016-2018 гг.**

Сценарии	2014 факт	2015 оценка ЦБ	2016	2017	2018
M2, номинальный рост, г/г					
стрессовый-1	2,2	5-8	110,0	118,0	120,0
стрессовый-2			105,9	113,7	118,9
пессимистичный			116,3	121,5	126,6
базовый			125,3	127,4	130,3
оптимистичный			126,6	131,8	134,4
M2, трлн. руб.					
стрессовый-1	32,1	33,7-34,7	37,6	40,4	41,0
стрессовый-2			36,2	41,2	49,0
пессимистичный			39,8	48,3	61,2
базовый			42,9	54,6	71,1
оптимистичный			43,3	57,1	76,7
Денежная база, номинальный рост, г/г					
стрессовый-1	2,7	(-1) - 1	114,8	107,3	107,7
стрессовый-2			110,6	113,7	125,9
пессимистичный			109,2	121,5	126,6
базовый			109,5	119,1	122,3
оптимистичный			105,7	126,2	126,3
Денежная база, трлн. руб.					
стрессовый-1	9,1	9,1	10,4	11,2	12,1
стрессовый-2			10,1	11,4	14,4
пессимистичный			9,9	12,1	15,3
базовый			10,0	11,9	14,5
оптимистичный			9,6	12,1	15,3

Направление средств в экономику кроме традиционных механизмов финансирования банковского сектора Центральным банком предполагается также по дополнительным каналам, в том числе:

- финансирование государственных программ;
- кредитование через Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций, экспортное страховое агентство ЭКСАР;
- финансирование малого и среднего бизнеса;

- ЖКХ и капитальное строительство;
- финансирование импортозамещающих производств;
- финансирование долгосрочных проектов через Банк развития и Государственный внебюджетный инвестиционно-кредитный фонд Российской Федерации (ГВИКФ);
- финансирование посредством бюджетного механизма с участием ЦБ.

Средства по этим каналам будут иметь целевой характер (таблица 3). Они будут поступать по пониженным ставкам, в том числе уполномоченным банкам, которые далее предоставят кредиты по чуть более высоким ставкам реальному сектору в соответствии с приоритетными направлениями развития, установленными государством. Средства будут предоставляться на длительные сроки для реализации инвестпроектов, т.е. доля длинных денег в монетизации возрастет.

Таблица 3 - Целевое направление ликвидности в экономике

Использование целевых средств Источники кредитования	ОПК	Государственные программы (кроме ГПВ), разрабатываемые и реализуемые в рамках стратегического (целевого) планирования развития экономики	ЖКХ (в т.ч. ГИП) и отрасли соцсферы	Малый и средний бизнес	АПК
Справочно: действующая антикризисная программа Правительства РФ на 2.17 трлн. руб. + целевые кредиты ЦБ (проектное финансирование) – 0,05 трлн. руб. – под гарантии Минфина	--	---	0,7 трлн. руб.	0,05 трлн. руб.	0,05 трлн. руб.
Предлагаемое дополнительное кредитование со стороны ЦБ (прирост денежной базы) – до 8 трлн. руб. Целевые средства обеспечены создаваемыми активами секторов экономики и приростом активов банков-участников программы	До 2 трлн. руб.	До 3 трлн. руб., из них: 1,5 трлн. руб. - на кредитование программ импортозамещения, 1,5 трлн. руб. – на формирование ключевых кластеров новейшего технологического уклада (совместно с ОПК и институтами развития)	1,5 трлн. руб.	0,5 трлн. руб.	0,5 трлн. руб.
Дополнительный (через кредитный мультипликатор) прирост активов ВЭБа, Сбербанка, ВТБ, ГПБ, иных банков-участников	До 8 трлн. руб.	До 12 трлн. руб.	До 6 трлн. руб.	До 2 трлн. руб.	До 2 трлн. руб.
Планируемый (к 2025 г.) прирост продукции секторов экономики (на последний год реализации кредитной программы)	Не менее 5 трлн. руб.	Не менее 15 трлн. руб., из них продукции вновь созданных технологических кластеров – не менее 10 трлн. руб.	Не менее 10 трлн. руб.	Не менее 5 трлн. руб.	Не менее 5 трлн. руб.

Одним из важных источников в складывающихся условиях является государственный (бюджетный) механизм при одновременном участии в финансировании со стороны ЦБ, как главного источника финансовых ресурсов и эмиссионного центра. Центральный банк будет покупать госбумаги, выпущенные своим Минфином, и одновременно осуществлять эмиссию, причем, целевую, которая направляется соответственно Министерству финансов.

При этом купленные центральным банком бумаги потом необязательно должны участвовать в обратной операции, предполагающей продажу бумаг на рынке и стерилизацию эмитированных денег. В случае необходимости при истечении срока действия конкретных бумаг, их эмиссия может быть вновь осуществлена и новые бумаги будут вновь куплены ЦБ, что позволит сохранить работающие рублевые ресурсы в экономике. Приобретенные госбумаги будут размещаться на балансе центрального банка до срока их истечения (т. е. на все 10, 20, 30 лет). Другими словами, экономика будет получать «длинные» и целевые инвестиционные ресурсы, которые при необходимости будут возобновляться.

Центральный банк, по сути, дает долгосрочный кредит экономике, а экономика, таким образом, уже изначально получает существенный инвестиционный потенциал, который мультиплицируется по мере подключения к работе с «длинными» проектами частного сектора (субподрядчиками и т.д.). Более того, целевая эмиссия позволит направлять финансовые ресурсы на приоритетные цели (ипотека, малый бизнес и др.), что должно насытить эти сферы ресурсами и снизить там процентные ставки.

В целом использование механизма целевой долгосрочной эмиссии будет способствовать:

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

Кроме того, участие центрального банка в указанных механизмах позволит осуществлять финансирование бюджетных задач, не сокращая ликвидность финансового рынка в целом. Если бы госбумаги просто размещались на вторичном рынке, то они – при интересе к ним со стороны его участников – покупались бы частными компаниями и банками, и тогда инвестированные ими в этом случае средства ушли бы на финансирование указанных госпрограмм. На иные цели текущей коммерческой деятельности (кредитование и т. д.) средства уже потрачены быть бы не могли. В результате преобладающей станет картина, при которой монетарные власти (Центральный банк – Минфин) будут формировать мощный пласт целевых «длинных» денег в

соответствии с приоритетами экономической политики (ипотека, малый бизнес, региональные программы и т. д.).

Переход к внутренним денежным механизмам роста, повышение уровня монетизации экономики РФ, стабилизация валютного рынка, отказ от инфляционного таргетирования и свободного плавания рубля и иные шаги будут стимулировать переход к более благоприятным макроэкономическим параметрам, т.е. позволят в ощутимой мере компенсировать падение цен на нефть. Другими словами, все это позволит при сравнительно низких ценах на нефть, которые заложены в сценарии Банка России (ноябрь 2015 г.) и в базовом варианте альтернативной ДКП, достигнуть более высоких темпов роста экономики РФ.

2.3. Стыковка ДКП с бюджетной политикой правительства, прогнозами МЭР и т.д. (бюджетный дефицит как механизм стимулирования экономического роста)

В российской экономике основной акцент в прежние годы делался на внешнюю сферу как источник финансирования роста. В период санкций, когда доступ к внешним займам ограничен, участники экономики для получения средств должны теперь, в первую очередь, выходить на внутренние рынки, как главный источник такого финансирования. Причем важно использовать механизмы целевого формирования финансовых потоков на основе внутренних источников и направления их на первоочередные бюджетные и иные приоритеты.

У внутренних источников есть два основных компонента: первый – это частный сектор (корпоративные средства и средства населения), а второй – госсектор. Что касается первого, объемы его средств недостаточны для того, чтобы обеспечить необходимый рост экономики. Кроме того, при направлении этих средств на бюджетные цели не будет обеспечиваться рост экономики в целом (поскольку не произойдет необходимый прирост финансовых ресурсов, а лишь их переток из одних отраслей в другие).

Использование бюджетного финансирования в качестве основы формирования ресурсов, в свою очередь, делает необходимым использование бюджетного дефицита как важного механизма экономического роста. Особую актуальность это приобретает в период экономической нестабильности.

Для **прироста** всего ВВП необходим **и прирост** финансирования в целом. Рост экономики предполагает, что экономика должна получать дополнительные ресурсы,

необходимые для достижения конечного результата. Причем, они должны авансироваться экономике (т. е. предоставляться до получения результата), что изначально значит возникновение расходов и дефицита, и лишь потом возникновение доходов, которые приведут к получению прибыли и профицита. Кроме того, указанное финансирование должно представлять собой прирост дополнительных ресурсов, а не их переток с других сегментов, т.к. в последнем случае это будет означать финансирование одних отраслей за счет других и не вызовет суммарный прирост экономики.

В этой связи умеренный дефицит федерального бюджета будет служить рычагом экономического роста.

В настоящее время, согласно Закону о Федеральном бюджете (принят в третьем чтении Государственной думой 04.12.2015 г.) в 2016 г. предполагается дефицит бюджета в размере 3,0% ВВП (2,36 трлн. руб.) при цене на нефть 50 долл./барр. При этом дефицит планируется финансировать из средств Резервного фонда. В дальнейшем для сохранения возможности использования средств суверенных фондов и на иные цели (а не только для покрытия дефицита) целесообразно сместить акценты для покрытия дефицита за счет денежной эмиссии.

В связи с тем, что высокая доля нефтегазовых доходов бюджета (30-50%) сохранится в рассматриваемый период, снижение цены на нефть будет оказывать существенное повышательное давление на бюджетный дефицит. Кроме того, вклад в повышение дефицита в менее благоприятные периоды будет вносить рост госрасходов, направленных на поддержание экономики. При сдерживании ослабления рубля рост госрасходов может оказать более благоприятное влияние на развитие экономики и ее ускоренный выход из кризиса.

В целом, согласно альтернативным вариантам ДКП, дефицит бюджета будет иметь более масштабный характер (таблица 4). Это будет стимулировать экономический рост, а также способствовать повышению роли внутренних факторов экономического роста, в ощутимой степени нейтрализуя эффекты неблагоприятной экономической конъюнктуры, которая сохранится в рассматриваемый период.

Таблица 4 - Показатели федерального бюджета при альтернативной ДКП и согласно ФЗ о Федеральном бюджете на 2016 г.

	2016 г.						Минфин ФЗ о ФБ
	цена нефти Юралс, долл./барр.						
	20	30	40	50	60	50	

	стрессовый сценарий-1	стрессовый сценарий-2	пессимисти чный сценарий	базовый сценарий	оптимисти чный сценарий	
% ВВП						
Расходы	25,7	23,9	22,2	20,6	20,6	20,5
Доходы	14,5	14,7	15,5	16,4	17,2	17,5
нефтегазовые	4,1	4,5	5,5	6,7	7,6	7,7
ненефтегазовые	10,4	10,1	10,0	9,8	9,6	9,8
Дефицит	-11,1	-9,2	-6,8	-4,2	-3,4	-3,0
трлн. руб.						
Расходы	19,0	18,1	17,1	16,3	16,5	16,1
Доходы	10,8	11,2	11,9	13,0	13,8	13,8
нефтегазовые	3,1	3,4	4,2	5,3	6,1	6,1
ненефтегазовые	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Дефицит	-8,2	-7,0	-5,2	-3,3	-2,7	-2,4

2.4. Расчеты альтернативных параметров ДКП при умеренной инфляции (7-10% годовых) и долгосрочном стабильном («отвязанном») от цены на нефть) курсе рубля с учетом отхода от свободного плавления рубля и от инфляционного таргетирования

Уровень курса 50-55 руб./долл. воспринимается многими экспертами и руководителями РФ как равновесный курс. По сути, этот курс заложен в качестве ориентира в базовый сценарий альтернативной ДКП.

Курс российского рубля в настоящее время существенно недооценен. По подсчетам ОЭСР, в 2014 г. курс по ППС составлял 19 руб./долл., т.е. при среднегодовом номинальном курсе (38 руб./долл.) рубль был примерно в 2 раза занижен относительно ППС.⁴ Курс рубля, следовательно, еще в 2014 г. уже был сильно занижен относительно ППС. Его дальнейший «обвал» в 2015 г. привел к тому, что по параметру «отношение курс/ППС» Россия сегодня все больше отдаляется не только от развитых, но и от многих стран с развивающимися рынками. Это ставит РФ в положение неэквивалентного обмена при совершении сделок на мировом рынке (в т.ч. при покупке передовой технологии).

Укажем, что сильная недооценка рубля (относительно ППС), которая до сих пор сохраняется, была заложена еще в самом начале формирования валютного рынка в стране – в конце 80 -х годов. Тогда рубль был существенно недооценен, а доверие к нему было

⁴ Данные ОЭСР. Коэффициенты пересчета. Курс валют / Официальный сайт Организации экономического сотрудничества и развития [Электронный ресурс] // <https://data.oecd.org/conversion/purchasing-power-parities-ppp.htm#indicator-chart>

очень низким, что обусловило долларизацию и положило основу для экспортной ориентации российской экономики.

Однако валютный курс – это не абстрактный цифровой индикатор. Этот показатель должен давать конкретные оценки для участников экономики (инвесторов, частных лиц и др.), основываясь на сравнительных ценах на соответствующие товары и услуги в рассматриваемых странах и, как следствие, о целесообразности осуществления тех или иных видов экономической деятельности.

Поэтому столь сильная недооценка рубля изначально дала мощный импульс к превращению российской экономики в экспортоориентированную, делая экспорт сверхэффективным. Аналогично, такой перекоп заложил основу для долларизации российской экономики, делая покупки рублей и рублевых активов сверхэффективными для держателей долларов. Сейчас, отметим, мы фактически вернулись к тому же диапазону недооценки рубля, который наблюдался в период кризиса 1998 г. (таблица 5).

Таблица 5 - Уровень недооценки рубля к доллару США (в разах)*

Год	1990	1991	1992	1995	1998	2004	2007	2010	2014 (сент.)	2014 (18 дек.)
Отношение курс/ППС	38,2	50,2	13	1,8	2,9	2,5	1,8	1,7	1,7	2,8

* С учетом корзины ВВП (по показателям внутреннего использования).

Рассчитано по: материалам ММВБ, Госкомстата и ИМЭМО за соответствующие периоды.

При этом, слабый рубль имеет значимые негативные последствия для развития страны:

- усиливает сырьевой профиль экономики,
- повышает недоверие к рублю,
- способствует оттоку капитала из страны,
- повышает уровень инфляции.

Также для всех:

- ухудшается эффективность привлечения иностранных инвестиций,
- снижается стоимость национальных активов (в т.ч. обостряется проблема залогового обеспечения – т.н. margin calls),
- растут платежи по обслуживанию внешнего долга.

Кроме того, сжимается внутренний спрос – важнейший «драйвер» экономического роста.

С учетом сказанного выше (в т.ч. необходимости более крепкого и устойчивого рубля, использования денежных механизмов стимулирования экономического роста, удовлетворения потребности экономики РФ в «длинных деньгах») были проведены примерные расчеты ряда среднесрочных ориентиров альтернативной денежно-кредитной политики (по денежной массе (M2), темпам прироста банковского кредитования и т.д.). Согласно расчетам, использование многоканальной денежной эмиссии и отказ от режима свободного плавления рубля при инфляции 7-10% в год в целом позволяют выйти примерно на уровень ориентиров целевого прогноза МЭР (октябрь 2015 г.), в т.ч. по реальному приросту ВВП и инвестиций.

3. Альтернативные инструменты ДКП; сбалансированные количественные ориентиры на среднесрочную перспективу

3.1. Количественные индикаторы по основным макроэкономическим и денежно-кредитным параметрам на 2016-2018 гг.

При расчетах количественных ориентиров по макроэкономике и денежной программе предполагался ряд из выше обозначенных допущений, в т.ч.:

– при ранжировании целей с учетом имеющихся ограничений, приоритет отдается росту производства и инвестиций в рамках ориентиров (ограничений) по инфляции и курсу рубля;

– для достижения роста ВВП на заданном уровне (целевой прогноз МЭР от окт. 2015) предполагается рост уровня монетизации (M2/ВВП) и кредитования. С этой целью предложение денежной массы (M2) будет увеличиваться более высокими темпами, чем это планируется в ОНДКП-2016. Темпы прироста кредитования нефинансового сектора определяются темпами прироста M2;

– для стимулирования роста спроса на кредиты со стороны реального сектора и выравнивания условий деятельности российских предприятий, по сравнению с иностранными конкурентами, потребуется снижение ключевой ставки. В среднем ее уровень в среднесрочном периоде будет соответствовать уровню рентабельности в экономике в целом;

– рост монетизации будет достигаться за счет использования механизма целевой многоканальной эмиссии по пониженным ставкам и на долгосрочный период;

– уровень курса 50-55 руб./долл. принимается в качестве равновесного состояния в базовом и пессимистичном сценариях. Этот уровень приближается к уровню курса рубля рассчитанного по ППС, и рассматривается как диапазон более взвешенно отражающий

базовые соотношения по широкому кругу компонентов входящих в ВВП. В стрессовых сценариях курс будет поддерживаться на уровне 60-80 руб./долл. (в супер-стрессовом курсе может быть еще слабее). В оптимистичном сценарии курс укрепляется до 48 руб./долл.;

– основными факторами ИПЦ в расчетах рассматривались курс рубля и процентные ставки для нефинансового сектора экономики. При этом инфляционная роль денежной массы в основных сценариях не учитывалась, вследствие того, что ее влияние на инфляцию эмпирически не выявлено (с необходимой степенью ясности). Прирост денежной массы рассматривался как существенный фактор для ИПЦ в стрессовом сценарии-1 и супер-стрессовых сценариях, т.к. он предполагает резкий рост денежной эмиссии за короткий период времени;

– торможению инфляции в базовом сценарии будут способствовать поддержание стабильного и достаточно крепкого рубля на уровне 50-55 руб./долл., а также расширение производства (в т.ч. по каналам замещения отечественным производством дорогостоящей импортной продукции). В стрессовых сценариях на необходимый период могут применяться дополнительные антиинфляционные механизмы, в т.ч. контроль над ценами в некоторых секторах экономики.

При расчете показателей внешней торговли и платежного баланса РФ были сделаны, в частности, следующие предположения:

– Более сильный и стабильный рубль, чем в прогнозах регуляторов, при прочих равных условиях в рассматриваемых сценариях (за исключением стрессового-1 и супер-стрессового) будет стимулировать рост товарного импорта⁵, в первую очередь инвестиционных товаров, способствовать снижению чистого оттока капитала. При этом меры по поддержке развития импортозамещающих производств, а также целевое финансирование приоритетных инвестиционных проектов, наряду с поддержкой

⁵ Из-за более дорогого рубля усиливается конкуренция с импортными товарами. Однако, во-первых, это является стимулом для повышения конкурентоспособности наших производителей. В тех же случаях, когда внутренние производители не могут конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно подключение рычагов торговой политики, которые обеспечат защиту соответствующих производств (напомним, валютный курс не является универсальным инструментом и его эффективное использование в целях внешнеэкономического регулирования возможно лишь в комплексе с другими мерами торговой политики).

При этом фактор более дешевого импорта имеет свои положительные стороны, так как удешевляет импортную составляющую для внутреннего производства, снижая тем самым издержки. Вновь, в соответствии с приоритетами экономической и структурной политики, можно осуществлять селективный подход, обеспечивая низкий уровень цен для тех товаров, импорт которых является для внутренних производителей ключевым, и, напротив, вводить защитные меры по тем товарам, производство которых необходимо в первую очередь осуществлять на внутренней основе.

экспортных производств (с акцентом на развитие несырьевого экспорта) будут стимулировать рост положительного сальдо торгового баланса на горизонте рассматриваемого периода. Проявление перечисленных позитивных эффектов будет в наибольшей мере проявляться в базовом и оптимистичном сценариях.

– Объем торгового баланса в некоторых периодах в позитивных сценариях (базовом и оптимистичном) будет сокращаться, что связано с более интенсивным наращиванием импорта дорогостоящих инвестиционных товаров, а также повышением роли внутренних рынков как факторов экономического роста.

– В случае реализации стрессового сценария-1 и супер-стрессовых сценариев возможно резкое сокращение оборота внешней торговли, доходов от нее, заморозка части ЗВР. Это может потребовать применения нестандартных мер, в т.ч. в некоторых сценариях более ощутимого увеличения денежной базы, введения жестких регулятивных нормативов, мер по валютному регулированию, дополнительных антиинфляционных мероприятий (в связи с избыточным инфляционным давлением, вследствие дефицита ряда товаров, в т.ч. продовольственных, давления со стороны резкого роста денежной массы, усиления различных видов монополий на отдельных обособленных рыночных сегментах и пр.). В ряде случаев на определенный период может вводиться административное ценовое регулирование (замораживание цен на отдельные виды продукции).

– Меры по деофшоризации и улучшение экономической среды будут способствовать сокращению оттока капитала из страны.

Таблица 6. Основные показатели⁶ (г/г, %, если не указано иное)

	2014	2015	2016					2017					2018				
			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП		
			факт	оценка ЦБ	базовый	оптимистичный	пессимистичные	базовый	оптимистичный	базовый	пессимистичные	базовый	оптимистичный	базовый	пессимистичные	базовый	оптимистичный
Цена на нефть марки "Юралс", средняя за год, долл./барр.	98	53	50	60	20-40	50	60	50	70	20-40	50	60	50	75	20-40	50	60
Курс руб./долл., на конец года	56,26		63		55-80	55	53	63		55-80	53	50	62,5		60-80	50	48
ВВП, в постоянных ценах, прирост к предыдущему году	0,6	-(3,9- 4,4)	-(0,5 - 1)	0,0 - 0,5	(-8)-(-7)	2-3	2,5-3,5	0,0 - 1,0	1,0 - 2,0	(-5)-(-1,5)	2,8-3,8	4,5-5,5	2,0 - 3,0	2,5 - 3,5	(-1,5)-(+0,5)	4-5	5,5-6,5
Инвестиции, в постоянных ценах, прирост к предыдущему году	-2,7	-9,9	-1,6		(-15)-(-2)	4-5	5-6	2,1		(-9)-(-4)	6-7	9,2-10,2	2,6		(-3)-0	8-9	11,4-12,4
Инфляция, декабрь к декабрю предыдущего года	11,4	12 - 13	5,5-6,5	5,5-6,5	8-10,5	9,5-10,5	9-10,5	4,0	4,0	8-9,5	9-10	8,5-9,5	4,0	4,0	8-9,5	8-9	6,7-7,7
Денежная масса в национальном определении, прирост за год	2,2	5-8	4-7	8-10	5-9	23-27	24-27	8-11	13-16	15-19	26,5-28	31-32,5	13-16	13-16	18-21	29-31	33,5-35,5
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте, прирост за год	25,9	4-7	4-7	7-9	5-8	23-27	24-27	8-11	13-16	15-19	26,5-28	31-32,5	13-16	13-16	17-20	29-31	33,5-35,5

*валовое накопление основного капитала

⁶ Ориентиры по реальным темпам прироста ВВП в зависимости от прогнозируемых цен на нефть сформулированы на основе сделанных в сентябре - декабре 2015 г. прогнозов МЭР, международных организаций и международных рейтинговых агентств. С использованием этих ориентиров по приросту ВВП, получены другие прогнозные ориентиры, содержащиеся в таблице.

Таблица 7. Прогноз показателей денежной программы
(трлн. руб., если не указано иное)

	2014	2015	2016					2017					2018					
			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП			
			факт	оценка ЦБ	базовый	оптимистичный	пессимистичные	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	пессимистичные	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	пессимистичные	базовый
Денежная база (узкое определение)																		
трлн. руб.	9,1	9,0-9,2	9,2	9,4	9,9-10,5	10,0	9,6	9,4	9,8	11,2-12,2	11,9	12,1	10,0	10,5	12-15,5	14,5	15,3	
наличные деньги	8,8	8,7	9	9,2	9,4-10	9,5	9,1	9,4	9,8	10,6-11,6	11,3	11,5	10	10,5	11,4-14,7	13,8	14,6	
Чистые международные резервы																		
трлн. руб.	20,6	20,6	20,9	21,8	19,8-28	0	0	21,3	23	19,3-27,2	0	0	21,6	24,1	18,7-26,4	0	0	
млрд. долл.	368	366	372	387	350-360	370	380	378	408	340-350	378	385	384	429	330-340	390	393	
Чистые внутренние активы																		
трлн. руб.	-11,6	-11,5	-11,7	-12,4	(-18,1)-(-9,3)	10,0	9,6	-11,9	-13,2	(-16)-(-7,1)	11,9	12,1	-11,6	-13,7	(-14,4)-(-3,2)	14,5	15,3	

Таблица 8. Показатели платежного баланса РФ (млрд. долл.)

	2014 факт	2015 оценка ЦБ РФ	2016					2017					2018				
			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП			ЦБ РФ		Альтернативная ДКП		
			базовый	оптимистичный	пессимистичные	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	пессимистичные	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	пессимистичные	базовый	оптимистичный
Торговый баланс	190	150	143	166	60-110	135	150	141	162	60-120	140	120	136	163	80-120	150	130
Экспорт	498	346	336	379	190-290	340	360	335	433	190-310	355	400	348	489	210-300	370	420
Импорт	-308	-197	-194	-213	(-180)-(-130)	-205	-210	-194	-271	(-190)-(-130)	-215	-280	-212	-326	(-180)-(-130)	-220	-290
Счет текущих операций	59	65	61	81	34-45	55	73	61	77	30-40	65	70	55	72	28-40	72	75
Приток(+)/отток(-) частного капитала	-154	-70	-58	-63	(-60)-(-50)	-47	-45	-58	-59	(-60)-(-50)	-45	-40	-52	-54	(-60)-(-50)	-35	-30

3.2. Предлагаемые инструменты денежно-кредитной политики

В течение 2016-2018 гг. в российском банковском секторе сохранится структурный дефицит ликвидности. Предполагается, что ЦБ будет активно кредитовать банковский сектор посредством имеющихся инструментов, а также введением новых инструментов. Их использование направлено на создание условий для повышения стабильности на финансовом и валютном рынке, расширения кредитования реального сектора и стимулирования роста экономики.

Банк России также будет стимулировать расширение длинных ресурсов в экономике. Данная задача будет решаться с помощью различных подходов.

Применение и объемы использования отдельных инструментов будут определяться ситуацией, которая будет складываться на российском финансовом и валютном рынке. В случае повышения неустойчивости рынка, т.е. при отклонении определенных показателей на определенную величину в неблагоприятную сторону от средних значений за предшествующий период, будут вводиться специальные рычаги, либо меняться условия по применяемым инструментам. При развитии менее благоприятных тенденций в отдельные периоды регулятором будут изменяться условия и степень жесткости используемых инструментов. При достижении более благоприятных условий использование отдельных инструментов может быть отменено.

Процентная политика Банка России будет направлена на стимулирование кредитования реального сектора. Предполагается дальнейшее снижение ключевой ставки до приближения их к уровню среднего показателя рентабельности в реальном секторе. Снижение ставок будет осуществляться постепенно и учитывать спрос на кредитные ресурсы в экономике в целом. При этом в период торможения или спада активности в экономике ставка может быть снижена более агрессивно.

Предполагается, что в отдельные периоды роста напряженности на финансовом рынке, которые будут проявляться в т.ч. в росте волатильности ставок, валютного курса, перетоков капитала и др., ликвидность банковскому сектору будет предоставляться по фиксированным, специально определяемым, индексированным и др. видам ставок (а не на аукционной основе, как это происходит в стабильной ситуации).

Снижение процентных ставок будет осуществляться также в рамках **антиинфляционной политики**, которая будет носить комплексный характер (вместо узконаправленного монетарного подхода). Эта политика будет также включать ограничение тарифов естественных монополий. При необходимости допустимо введение административного регулирования цен на иные товары на определенный период.

Антиинфляционная политика включает также поддержание более сильного и устойчивого рубля.

Предполагается постепенное снижение **нормы резервирования** для банковского сектора. Это позволит банкам высвободить ресурсы, снизить ставки, что также расширит возможность кредитования реального сектора.

Планируется повысить **объемы рефинансирования** под залог прав требований по инвестиционным ссудам, кредитование МСБ, ипотечным кредитам, а также нерыночным активам.

Для удлинения ресурсной базы в экономике по отдельным традиционным инструментам рефинансирования будут повышены **сроки предоставления средств**.

ЦБ будет осуществлять **многоканальную целевую эмиссию**. Целевые средства будут направлены в соответствии с приоритетными направлениями развития экономики РФ. При этом будет введена ответственность конечных получателей ресурсов за целевое использование таких средств.

Часть эмиссионных средств будут направлены уполномоченным банкам по пониженной процентной ставке на срок соответствующий реализации инвестиционных проектов по конкретному направлению. Уполномоченные банки эти средства будут направлять в соответствующие предприятия по более высоким ставкам, которые тем не менее будут ниже рыночных ставок. Банки, участвующие в данной схеме получают определенные преференции по нормам резервирования в рамках указанных объемов, налоговые послабления и др.

Целесообразно введение дифференциальных **норм резервирования** в зависимости от длины пассивов банков. В целях стимулирования более длинных пассивов предусматривается установление более льготных норм резервирования по более длинным средствам. Данная мера должна быть использована в увязке с соответствующим формированием активных операций на более длинный срок – для недопущения недобросовестных действий банков по использованию льготного резервирования по длинным пассивам и их последующего использования на короткие операции (в т.ч. спекулятивные). Более льготная норма резервирования должна применяться только на тот объем средств, который фактически используется на длинные сроки кредитования.

Кроме того расширение длинных денег в экономике будут осуществляться посредством участия в процессе также Министерства финансов РФ. Центральный банк будет покупать гособлигации, выпущенные Минфином РФ, и одновременно

осуществлять эмиссию. Данная эмиссия будут также иметь целевой характер – т.е. средства будут направляются соответственно Министерству финансов.

При этом купленные центральным банком бумаги обычно потом не будут участвовать в обратной операции, предполагающей продажу бумаг на рынке и стерилизацию эмитированных денег. Приобретенные госбумаги планируется разместить на балансе ЦБ РФ до срока их истечения. Предполагается, что такие гособлигации будут иметь срок 10, 20, 30 лет. Другими словами, экономика получит «длинные» и целевые инвестиционные ресурсы. Более того, когда срок бумаг будет заканчиваться, возможна новая эмиссия и покупка новых бумаг. Это обеспечит ту длину формируемых ресурсов. Которые требуются экономике на необходимый продолжительный период.

В случае крайне неблагоприятного развития ситуации в экономике ЦБ для **улучшения качества портфелей банков** может выкупать токсичные активы у банков (по аналогии с практикой в ведущих экономиках).

Для повышения **стабильности на валютном рынке и повышения доверия к рублю** ЦБ будет использовать широкий комплекс различных мер – информационно-разъяснительных, регулятивных и др.

В частности, в целях повышения доверия к рублю будут более четко обозначены курсовые предпочтения и те широкие возможности по установлению курса, которыми регуляторы располагают (в т.ч. с точки зрения соотношений ЗВР и объема денежной базы). Такая информация от регулятора будет эффективно доведена до участников рынков. Четко задекларированные предпочтения ЦБ относительно курса будут дестимулировать спекулятивные операции на валютном рынке.

В случаях отклонения курса от уровня, который регулятор рассматривает как целесообразный, Банк России будет проводить валютные интервенции на поддержку уровня курса.

При сокращении объемов валютных резервов до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль будет на необходимое время введена в практику обязательная продажа части валютной выручки, а также будут использованы нормативы валютной позиции, лимиты и иные меры, уменьшающие спекулятивный спрос на валютном рынке. При достижении необходимой стабильности на рынке эти требования могут быть вновь ослаблены.

При этом для недопущения нежелательного удорожания рубля вследствие расширения продажи валютной выручки будет рассматриваться возможность повышения роли Минфина (при относительном уменьшении роли ЦБ в указанных

процессах). Для этого Минфин может начать выпуск целевых казначейских рублевых облигаций, которые будут куплены за рубли в первую очередь Банком России (за счет роста денежной базы, то есть эмиссии рублей). На вырученные средства Минфин будет покупать валюту у экспортеров, которую можно использовать для адекватного валютного обеспечения экономических участников (для этого может быть создан специальный валютный фонд Минфина). При этом Минфин будет использовать эти средства для ПРЯМОЙ покупки валюты у экспортеров (т.е. без выхода на валютный рынок), что позволит осуществить продажу валюты в Минфин, не влияя на валютный курс.

Банк России с целью стабилизации ситуации на валютном рынке также планирует создание условий для хранения и совершения операций в рублях более привлекательными по сравнению с валютными. Для этого будут использованы весь набор имеющихся у монетарных властей инструментов (норма резервирования, иные нормативы, налоги), которые должны создавать более преференциальные и привлекательные условия при работе с рублями по сравнению с иностранной валютой.

В случае дестабилизации на валютном рынке на необходимое время будет также введена минимальная (вплоть до нулевой) валютная позиция по конверсионным операциям.

Стабильности уровня ликвидности будут способствовать также средства Федерального казначейства размещаемые в банковском секторе посредством операций репо и средств на депозитах.

4. Ожидаемые результаты

Успешному достижению целей и решению задач ДКП будет способствовать более широкое использование механизмов и подходов, находящихся в распоряжении ЦБ и монетарных властей в целом. В частности в 2016-2018 гг. планируется:

- уменьшение волатильности валютного курса;
- снижение ключевой ставки Банка России;
- более высокий уровень монетизации экономики;
- увеличение роли механизмов формирования системной и текущей ликвидности (в т.ч. посредством рефинансирования);
- более крепкий курс рубля, более близкий к уровню ППС, в целях стимулирования модернизации и структурной перестройки экономики, повышения глубины и устойчивости финансового рынка;

- отход от инфляционного таргетирования и свободного плавания рубля;
- использование бюджетного дефицита для стимулирования экономического роста.

Эти подходы будут в целом содействовать реализации ориентиров (как в плане количественных показателей, так и индикаторов, свидетельствующих о качестве роста), стоящих перед регулятором. При этом использование механизмов целевого формирования финансовых потоков на основе внутренних источников позволит снизить зависимость экономики от внешних факторов и направить финансовые ресурсы на реализацию первоочередных бюджетных и иных приоритетных государственных задач.

Положительные темпы роста ВВП и соответственно инвестиций в 2016-2018 гг. будут достигнуты за счет повышения стабильности в финансовой сфере, которая, в свою очередь, будет обеспечена более крепким и устойчивым курсом рубля, а также ростом монетизации экономики и увеличением длины ресурсов.

Сдерживание тренда на удешевление курса рубля будет достигнуто посредством отказа от режима плавающего курса рубля и более четкого формулирования ЦБ целесообразного курса (подтвержденного непосредственным участием регулятора на рынке при отклонении курса от желаемых параметров), а также использования уровня нормативов, способствующих более активному использованию рублей в операциях и дестимулирующих спекулятивные операции. Такой подход обеспечит минимальное использование ЗВР на поддержание курса рубля.

Рост денежной массы (M2) будет происходить в результате повышения спроса на деньги в связи с политикой ЦБ, направленной на снижение ключевой ставки. В базовом прогнозе предусматривается постепенное сокращение ставки до 8,5% в 2016 г., а к 2018 г. до 6,5%. При этом денежная база будет формироваться, в первую очередь, за счет внутренних факторов, тем самым будет снижаться зависимость от динамики цен на энергоносители. Росту ликвидности будут способствовать многоканальная целевая эмиссия, которая будет осуществляться ЦБ, включая механизмы с участием Минфина РФ, а также высвобождение средств у банков в результате сокращения норм резервирования. Средства по многоканальной эмиссии будут направляться в банки по ставкам ниже ключевой ставки (вплоть до снижения до величин равных 0-1% годовых) и на сроки более 1-3 лет; эти средства реальный сектор получит также по ставкам ниже рыночных (вплоть до уровня 1-3% годовых). В свою очередь, банки получают ряд преференций, что будет повышать заинтересованность в участии в таком финансировании. Росту длины

ресурсов будут способствовать использованию целевых государственных бумаг (в частности, связанных с финансированием долгосрочных инвестиционных проектов).

В базовом сценарии темпы кредитования нефинансовых организаций и населения могут достигнуть уровня около 20-30% в год. Возобновление активного кредитования может способствовать улучшению качества кредитных портфелей банков.

Умеренный уровень инфляции будет достигнут за счет снижения ставок в экономике и стабильного курса рубля, которые приведут к наращиванию объемов производства. В базовом сценарии ИПЦ будет снижаться с 10,3% в 2016 г. до 8,5% в 2018 г. на уровень. Приведенные меры будут способствовать росту спроса на кредиты, и, следовательно, повышению инвестиций, обновлению основных средств и повышению загрузки мощностей. В 2016-2018 гг. удастся выйти на траекторию реального роста ВВП до 2,5%-4,4%. В более долгосрочной перспективе при неухудшении мировой конъюнктуры и неухудшении геополитической напряженности темпы роста экономики будут повышаться.

При более оптимистичном сценарии, который может быть обеспечен при цене на нефть в 60 долл./барр., темпы роста экономики могут достичь 5-6% в 2017-2018 гг. Рост притока экспортной выручки будет являться дополнительным стимулом развития экспортоориентированных энергетических производств. Рост будет достигнут также посредством активного использования внутренних рычагов, в том числе большим укреплением рубля (чем в базовом сценарии), более агрессивным снижением ставок в экономике и т.д.

В случае более негативного развития событий, чем в базовом сценарии, возможности ЦБ РФ по поддержанию курса рубля, а также стимулирования кредитования и инвестиций будут в большей степени ограничены, чем в базовом и оптимистических сценариях. В стрессовых и супер-стрессовых сценариях не удастся в среднесрочном периоде выйти на позитивные темпы экономического роста (падение инвестиций может превысить 10%, курс рубля составит 60-80 руб./долл.). В то же время при предлагаемых подходах темпы снижения ВВП могут быть менее глубокими. В пессимистическом сценарии существует возможность выхода на позитивные темпы прироста инвестиций и экономики к 2017-2018 гг. (в т.ч. за счет использования денежных механизмов). Реальные темпы прироста инвестиций в пессимистическом сценарии достигнут примерно 2-6%, что станет одним из основных факторов прироста ВВП на уровне 1-3% к 2017-2018 гг.

Изменение подходов ЦБ, а также иные меры (в т.ч. использование умеренного бюджетного дефицита для стимулирования экономического роста и др.), таким образом,

способны привести к положительным макроэкономическим результатам и ускорить выход экономики РФ из нынешней фазы нулевого и отрицательного роста.