

**V.E. Krolivetskaya**  
**ON MONETARY ASPECTS OF MODERN**  
**FINANCIAL POLICY IN RUSSIA**

**Valeria Krolivetskaya** – Head of the Department of Finance and Credit, State Institute of Economics, Finance, Law and Technology, Doctor of Economics, associate professor, Gatchina; **e-mail: mail26@yandex.ru.**

*We characterize the main channels of money supply in Russian economy. Special attention is paid to the budgetary channel of money supply and the reasons for its limited use after the financial crisis of 1998 and up to now. We consider the issue of deficit financing of public expenditure common in international practice and the interconnection of public financial and monetary policies as far as money supply is concerned. We offer guidelines aimed at increasing money supply using budgetary channel in combination with the credit channel and changing the target of monetary policy.*

**Keywords:** financial policy; monetary policy; main channels of money supply; inflation targeting regime; deficit funding of public expenditure.

**В.Э. Кроливецкая**  
**О МОНЕТАРНЫХ АСПЕКТАХ СОВРЕМЕННОЙ**  
**ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ**

**Валерия Эдуардовна Кроливецкая** – зав. кафедрой финансов и кредита, Государственный институт экономики, финансов, права и технологий, доктор экономических наук, доцент, г. Гатчина; **e-mail: mail26@yandex.ru.**

*В статье дана характеристика основным каналам предложения денег в российской экономике. Особое внимание уделено бюджетному каналу денежного предложения и причинам его ограниченного использования после финансового кризиса 1998 года и по настоящее время. Рассмотрен вопрос о дефицитном финансировании государственных расходов, общепринятом в международной практике, о взаимосвязи государственных финансовой и денежно-кредитной политик по линии денежного предложения. Даны рекомендации по увеличению денежного предложения экономике по бюджетному каналу в сочетании с кредитным, по изменению целевого ориентира денежно-кредитной политики.*

**Ключевые слова:** финансовая политика; денежно-кредитная политика; основные каналы предложения денег; режим таргетирования инфляции; дефицитное финансирование государственных расходов.

Финансовая политика государств – это политика по формированию бюджетных доходов и осуществлению расходов, управлению государственным долгом и государственными активами, по реализации принципов бюджетного федерализма. Финансовая политика тесно связана с единой государственной денежно-кредитной политикой, так как вместе они со-

ставляют важнейшую составляющую экономической политики государства, основной целью которой является обеспечение экономического роста в стране и повышение благосостояния её граждан, а также достижение финансовой стабильности в обществе. Практика свидетельствует, что взаимное использование финансово-бюджетных и денежно-кредитных инструмен-

тов оказывает существенное влияние на достижение запланированных макроэкономических показателей развития общества. Взаимосвязь финансовой и денежно-кредитной политики особенно прослеживается по линии регулирования денежного обращения в стране.

Эмитентом денег в российской экономике выступает банковская система во главе с Центральным банком РФ, который является регулятором денежно-кредитной сферы и эмиссионным центром страны. Предложение денег банковской системой организуется по следующим каналам: каналу монетизации золота, каналу монетизации иностранной валюты, кредитному и бюджетному каналам, причём в различном сочетании и пропорциях. Однако можно выделить основной, преобладавший в отдельные периоды развития российской экономики канал денежного предложения Центробанка (см. табл. 1), определявший как объём кредитов национальной экономике, уровень государственных расходов, так и совокупный спрос и темпы экономического роста [7, с. 269–279]. Данные табл. 1 свидетельствуют, что основными каналами предложения денег российской экономике в период 1991–2019 гг. выступали кредитный и валютный каналы, а бюджетный канал активно работал в период 1991–1998 гг., когда наблюдался дефицит бюджета, и в соответствии с законодательством ЦБ РФ имел право предоставлять централизованные кредиты реальному сектору экономики, прямые кредиты Правительству Российской Федерации, а также покупать государственные ценные бумаги при их первичном размещении. В последующем 1995 г. в закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» были внесены изменения, которые запретили ему предоставлять прямые кредиты Правительству РФ для финансирования дефицита федерального бюджета и бюджетов других уровней, а также бюджетов государственных внебюджетных фондов и покупать государственные ценные бумаги при их первичном размещении. И, следовательно, Банк России с этого времени не имеет прямого бюджетного канала пред-

ложения денег российской экономике, а только опосредованный: в ходе покупки государственных ценных бумаг на вторичном рынке, регулируя тем самым их ликвидность и формируя свой портфель ценных бумаг.

В результате работы бюджетного канала деньги Центрального банка хоть и не поступают непосредственно в бюджетную сферу (поступают на рынок банковских резервов), но со стороны Центрального банка для коммерческих банков может формироваться «окно возможностей», суть которого заключается в том, что последние будут покупать государственные ценные бумаги при их первичном размещении (направлять деньги в бюджетную сферу), а Центральный банк впоследствии будет охотно их выкупать у коммерческих банков или принимать в залог по кредитам рефинансирования.

Следует отметить, что даже в условиях запрета на прямое кредитование правительства денежными властями и покупку государственных ценных бумаг при их первичном размещении зависимость между выпуском денег и дефицитом федерального бюджета, финансируемым посредством выпуска государственных ценных бумаг, сохраняется.

В России вопрос об активизации работы бюджетного канала денежной эмиссии всегда поднимается, когда российская экономика вступает в кризис, что требует увеличения денежной массы. Это обусловлено различной позицией ученых-экономистов по данному вопросу. Сторонники идеологии монетаризма считают, что решение проблемы выхода из кризиса, обеспечение экономического роста и повышения инвестиционной активности в стране связано только со снижением темпов инфляции, а допущение дефицита бюджета и выпуск для его покрытия государственных ценных бумаг и, следовательно, дополнительная эмиссия денег приведут к избыточной инфляции и ее негативным последствиям. Экономисты-кейнсианцы считают, что дефицитное финансирование и связанное с ним расширение денежного предложения как реакция на недостаток ликвидности, особенно в

**Основные каналы предложения денег российской экономике  
Центральным банком с учетом времени их использования**

№ п/п	Временной период	Основной (преимущественный) канал предложения денег экономике	Содержание денежного канала Центрального банка РФ
1	1991–1994 гг. (период становления рыночной экономики и банковской системы)	Бюджетный канал	1. Предоставление кредитов Банка России на покрытие дефицита государственного бюджета. 2. Предоставление прямых кредитов ЦБ РФ коммерческим банкам на цели кредитования отдельных предприятий и отраслей экономики.
2	1994 – август 1998 гг. (период поиска путей денежно-кредитного регулирования экономики, дефолт рынка ценных бумаг)	Бюджетный канал	Операции Банка России по покупке-продаже государственных ценных бумаг (ГКО-ОФЗ) на вторичном рынке, а также по приобретению их на первичном рынке до 1996 г.
3	1999–2000 гг. (период реструктуризации банковской системы и оздоровления экономики)	Кредитный канал (в сочетании с валютным)	Предоставление кредитов коммерческим банкам на завершение расчетов, т.е. для управления текущей банковской ликвидностью <sup>1</sup> ; покупка иностранной валюты на открытом валютном рынке
4	2001 – сент. 2008 гг. (стабилизационный период развития экономики)	Валютный канал в (сочетании с кредитным)	Покупка иностранной валюты у предприятий - экспортеров (в основном ТЭК) на внутреннем рынке, получение иностранных займов; рефинансирование коммерческих банков
5	Окт. 2008–2010 гг. (период укрепления стабильности банковской системы во время мирового экономического и финансового кризиса и оказания экстренной помощи российской экономике)	Кредитный канал	Рефинансирование коммерческих банков по усовершенствованной и модернизированной программ с использованием расширенного залогового механизма, а также введением беззалогового механизма рефинансирования, удлинением сроков кредитования и снижением процентных ставок
6	2011–2014 гг. (восстановительный период экономических отношений в стране после мирового финансового кризиса, поиск оптимального варианта регулирования денежно-кредитной сферы)	Кредитный канал (в сочетании с валютным)	Покупка иностранной валюты у предприятий-экспортеров на внутреннем рынке в обмен на рублевую ликвидность с поступлением ее в хозяйственный оборот, использование всех инструментов рефинансирования, действовавших в 5 периоде, кроме беззалоговых кредитов; покупка иностранной валюты на открытом валютном рынке
7	2015–2017 гг. (национальный экономический и финансовый кризис из-за санкций США и стран ЕС, спад производства, рецессия, переход к таргетированию инфляции)	Кредитный канал	Использование нестандартных специальных инструментов рефинансирования коммерческих банков и политики кредитного смягчения
8	2018–2019 гг. (адаптация к санкциям: структурные изменения в экономике, развитие импортозамещения)	Валютный канал (в сочетании с кредитным)	Предоставление кредитов коммерческим банкам на завершение расчетов; использование нестандартных специальных инструментов рефинансирования коммерческих банков  (в сочетании с изъятием излишней ликвидности); покупка иностранной валюты на открытом валютном рынке

*Источник:* сост. автором.

<sup>1</sup> Внутридневных кредитов, кредитов овернайт и ломбардных кредитов.

условиях кризиса, обеспечивает не только выполнение принятых на себя государством расходных обязательств, но и принятие к исполнению отложенных и заниженных в целях приверженности политике профицитного бюджета обязательств.

Современная финансовая политика России имеет склонность к чрезмерной заботе о сбалансированном бюджете, или, что лучше, – к достижению всеми возможными способами профицитного бюджета. Еще с советских времен как наукой, так и политической властью дефицит бюджета воспринимается как определенного рода упущение, изъян, недостаток, которые необходимо устранить как можно в более короткие сроки. «Зарубежные же ученые называют профицит бюджета тормозом экономического роста, поскольку он подавляет внутренний спрос. Правительства разных стран прибегают к профициту государственного бюджета лишь в условиях чрезмерного спроса или перегрева экономики, чего нельзя сказать относительно российской экономики. В России в период 2000–2003 гг. профицит бюджета использовался преимущественно для погашения её внешнего долга. Но с 2004 г., т.е. с момента формирования в России Стабилизационного фонда, и по 2008 г. основным направлением использования профицита бюджета было увеличение остатков средств на счетах бюджетов Центральном банке, в результате чего Правительство РФ превратилось в чистого кредитора Банка России, который был вынужден стерилизовать денежную массу<sup>2</sup>, отвлекая ее от использования через бюджет на финансирование социальной сферы и инвестиционных нужд предприятий несырьевого сектора экономики» [8, с. 163]. Это наблюдается и в последнее время (2018–2019 гг.).

Между тем международный опыт свидетельствует, что современное государство, ориентированное на рост благосостояния нации, может осуществлять свою экономическую политику и в условиях дефицитного бюджета. В этом случае искусство манипулирования государ-

ственными расходами и государственными доходами позволяет государству поддерживать темпы экономического роста на установленном уровне и решать социальные задачи при количественном ограничении объемов бюджетного дефицита, который не является инфляционным [4, с. 499].

Государственный долг представляет собой мощнейший инструмент макроэкономического регулирования и реализации стратегически важных структурных реформ. В современной мировой экономике инструменты государственного долга являются необходимыми компонентами регулирования денежного обращения, ликвидности банков, процентных ставок рынка ссудных капиталов и экономической активности в целом.

Все передовые страны мира имеют дефицитный бюджет и проводят «длинную» или даже «сверхдлинную» эмиссию (до 30–40 лет). При этом купленные Центральным банком ценные бумаги обычно потом не участвуют в обратной операции, предполагающей их продажу на рынке и стерилизацию эмитированных денег. Приобретенные государственные ценные бумаги, как правило, размещаются на балансе Центрального банка до истечения срока их обращения. Таким образом, экономика получает «длинные» и целевые инвестиционные ресурсы. Кроме того, участие Центрального банка в указанных механизмах позволяет финансировать решение бюджетных задач, не сокращая ликвидность финансового рынка в целом. Использование такого механизма создания «длинных» денег в России весьма актуально, но проблематично. По верному замечанию В.Е. Маневича, государственный долг «после кризиса 1998 года вообще перестал играть в сколько-нибудь значительную роль в регулировании экономики. <...> Инструменты государственного долга практически не используются для регулирования денежного обращения, ликвидности банков, спектра ставок процента и доходности капитала. Это существенно обедняет набор инструментов регулирования, которыми располагает Цен-

<sup>2</sup> Т.е. изымать излишнюю ликвидность.

тральный банк» [9, с. 158].

Между тем, сбалансированный бюджет не является показателем успеха бюджетной политики. Напротив, именно дефицит бюджета является измерителем степени участия государства в регулировании экономики. Вот и в условиях экономического спада в России по причине пандемии коронавируса ряд российских ученых-экономистов (С. Алексашенко, О. Вьюгин, Е. Гурвич, В. Иноземцев, К. Сонин) в апреле 2020 г. предложил Банку России в качестве антикризисной меры запустить программу количественного смягчения посредством осуществления денежной эмиссии через покупку ЦБ РФ облигаций Правительства РФ, так как в условиях сокращения налоговой базы и налоговых доходов бюджета дополнительная денежная эмиссия через бюджетный канал предложения денег Центробанка остро необходима. В рамках этой программы Банк России мог бы взять на свой баланс часть внутреннего государственного долга путем прямых покупок или через операции РЕПО с банками, а после окончания острой фазы кризиса – вернуть эти бумаги с баланса Центробанка на финансовый рынок. Облигации Федерального займа (ОФЗ), которые выпустил бы Минфин РФ для покрытия бюджетного дефицита, коммерческие банки могли бы отдавать в залог Банку России по операциям рефинансирования их кредитов.

Осуществление Банком России такой программы количественного смягчения, по мнению этих экономистов, не должно привести при глубоком сокращении спроса к избыточной инфляции и к подрыву макроэкономической устойчивости, учитывая такой фактор, как наличие в России государственного долга на низких отметках. Несмотря на то, что в ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» есть приписка о возможности покупки Банком России государственных ценных бумаг при их первичном размещении в случае, когда это предусматривается Федеральным законом о федеральном бюджете, такая возможность ему ни разу предоставлена не была. Имевший место во втором десятилетии XXI в. дефицит государственного бюджета (см. табл. 2) покрывался за счет средств Резервного фонда РФ.

Наличие же профицитного бюджета не означало полного удовлетворения его настоящих расходных обязательств, что подтверждается данными о сокращении на протяжении ряда лет их абсолютной и относительной величины, особенно на образование, здравоохранение, науку, культуру (см. табл. 3).

Для решения проблем населения и бизнеса в условиях экономических ограничений из-за пандемии коронавируса другие экономисты, как, например, глава ВТБ А. Костин, предлагали Банку России

*Таблица 2*

**Профицит / дефицит консолидированного бюджета в Российской Федерации в период с 2010 по 2019 гг.**

Показатель	Годы									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Профицит (+)/дефицит (-) консолидированного бюджета РФ и бюджетов государственных внебюджетных фондов, млрд руб.	-1584	860	260	-848	-845	-2819	-3142	-1349	3035	2115
Профицит (+)/дефицит (-) консолидированного бюджета РФ и бюджетов государственных внебюджетных фондов, в % к ВВП	-3,4	1,5	0,4	-1,2	-1,1	-3,4	-3,7	-1,5	2,9	1,9

*Источник:* сост. автором на основе сб. «Россия в цифрах» за соответствующие годы).

**Расходы федерального бюджета по статьям функциональной классификации на 2015-2019 гг.**

Показатель	млрд руб.					в % к общей величине расходов				
	Годы					Годы				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
Расходы всего, в том числе:	15620	16403	16181	16529	18489	100	100	100	100	100
Национальная экономика	2324	2166	2292	2204	2878	14,9	13,2	14,1	13,3	15,5
ЖКХ	144	57	60	125	316	0,9	0,3	0,4	0,7	1,7
Образование	611	558	568	663	851	3,9	3,4	3,5	4,0	4,6
Культура и кинематография	90	92	94	93	127	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6
Здравоохранение	516	466	377	460	681	3,3	2,8	2,3	2,7	3,6

*Источник:* пояснительная записка к проекту ФЗ «О федеральном бюджете на 2017 год и на плановый период 2018 и 2019 годов»; Бюджет для граждан к ФЗ «О федеральном бюджете на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 гг.»; Бюджет для граждан к ФЗ «О федеральном бюджете на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов» // Министерство финансов Российской Федерации: [сайт]. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/performance/reforms/budget/budget\\_citizen.](https://minfin.gov.ru/ru/performance/reforms/budget/budget_citizen.)

в целях снижения нагрузки на бюджет активизировать кредитный канал денежной эмиссии путем предоставления коммерческим банкам льготных кредитов по специальным программам рефинансирования, некоторые из них используются в России с 2013 г. При наличии в России банковской модели финансового рынка использование кредитного канала в качестве основного канала денежного предложения экономике вполне обосновано, но его расширение не в интересах Банка России, сдерживающего экономический рост для достижения запланированного в рамках целевого режима таргетирования инфляции её уровня. Кредитные инструменты его денежно-кредитной политики нацелены, в основном, на регулирование текущей банковской ликвидности. Он лишь в ограниченных объемах продолжает использование специальных инструментов рефинансирования, объясняя это необходимостью следовать основной цели денежно-кредитной политики – таргетированию инфляции. Реализация на практике такой денежно-кредитной политики привела к сокращению в стране внутреннего спроса, снижению кредитной активности хозяйствующих субъектов, искусственному созданию излишней ликвидности в банковском секторе с её изъятием (стери-

лизацией) из хозяйственного оборота<sup>3</sup> на основе размещения Банком России собственных облигаций и привлечения избыточных средств коммерческих банков в депозиты Центрального банка. Банк России в своих документах о денежно-кредитной политике подчеркивает, что «достижение целевого уровня инфляции возможно, когда ЦБ РФ и Минфин совместно отвечают за ценовую стабильность» [2, с. 11]. Однако, как правильно подметили ученые-экономисты Института экономики РАН [5], в настоящее время векторы финансовой и денежно-кредитной политики всё более расходятся: Банк России намерен проводить «консервативную» денежно-кредитную политику<sup>4</sup>, а Минфин – использовать методы долгового финансирования бюджетных расходов, либо повысить ставки налогов, настаивать на ослаблении валютного курса.

На наш взгляд, нейтральность денежно-кредитной политики не приемлема в

<sup>3</sup> Так, по состоянию на 01.09.2019 г. официально из реальной экономики в условиях режима таргетирования инфляции было выведено денежных средств на сумму 10,6 трлн руб. [5, с. 28].

<sup>4</sup> По мнению Банка России ДКП не должна оказывать ни сдерживающего, ни стимулирующего влияния на экономику, т.е. она должна быть нейтральной [3, с. 8].

условиях макроэкономической нестабильности и поставленных Правительством РФ задач по достижению должного уровня экономического роста в стране. Она должна носить стимулирующий характер. Для этого режим таргетирования инфляции, который имеет много отрицательных черт, необходимо заменить, как предлагают ученые из Института экономики РАН [1], на режим таргетирования уровня номинальных цен ВВП, что позволит наращивать в экономике совокупный внутренний спрос, а для увеличения объема денежной массы, необходимой для его обслуживания, целесообразно использовать одновременно и кредитный, и бюджетный каналы денежного предложения, как это принято в международной практике. Для полноценной работы бюджетного канала в России нужна политическая воля Правительства РФ (относительно внесения поправки в федеральный закон о федеральном бюджете о допуске его дефицита хотя бы на случай экстренных обстоятельств или решения задач по ускоренному инновационному развитию экономики страны).

### ЛИТЕРАТУРА

1. Федеральный закон РФ от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов. М.: Банк России, 2018. URL: <http://www.elibrary.ru> (дата обращения: 24.09.2020).
3. Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов. М.: Банк России, 2019. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. *Абрамова М.А.* Национальная денежная система, теория, методология исследования, концепция развития в условиях современной экономики. М.: Инфра-М, 2014.
5. *Андрюшин С.А., Бурлачков В.К., Кириллюк И.Л., Рубинштейн А.А., Слуцкий Л.Н.* Экспертное заключение на проект документа «Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов» // Банковское дело. 2019. № 9.
6. *Кроливецкая В.Э.* Деньги и денежное предложение в условиях формирования новой модели развития российской экономики: дис. ... д-ра экон. наук. СПб., 2013. URL: <https://dlib.rsl.ru/01005094375> (дата обращения: 24.09.2020).
7. *Кроливецкая В.Э.* О каналах предложения денег центральными банками // Вестник Оренбургского государственного университета. 2011. № 13 (132). С. 269–279.
8. *Кроливецкая В.Э.* Деньги как фактор экономического роста: монография. СПб.: Алетейя, 2014.
9. *Маневич В.Е.* Кейнсианская теория и российская экономика. Изд. 2-е, перераб. и доп. М.: КомКнига, 2010. С. 158.