

В поисках сеньоража, или легких путей к процветанию

(Обзор полемики вокруг политики Банка России)

Д. В. Тулин,

кандидат экономических наук,

Российская академия предпринимательства;

e-mail: dmitry.tulin@gmail.com

В статье анализируется полемика вокруг политики Банка России на примере статей К. Юдаевой и С. Глазьева, опубликованных в журнале «Вопросы экономики» (№ 9 за 2014 г.). Отмечается большая заинтересованность С. Глазьева в создании условий для экономического роста, но критический разбор его практических рекомендаций показывает, что они не ведут к достижению поставленной им цели ускоренного роста валового накопления основного капитала и направления банковских кредитов на финансирование промышленного развития. Необходимы более радикальные и продуманные меры по смене финансовой парадигмы, финансово-экономической модели.

The article reviews current debates over Russia's central bank policies, particularly, the publications by Ksenia Yudaeva and Sergey Glazyev in «Voprosy ekonomiki» (№ 9, 2014). It is argued that policy recommendations by Sergey Glazyev would not be sufficient for increasing investment component of GDP, and boosting bank lending to industrial enterprises. More radical policy measures conducive to the change of financial paradigm would be required.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; центральные банки; денежная эмиссия; сеньораж.

Key words: Russia, monetary policy; central bank; currency issue; seigniorage.

В последнее время на фоне ухудшения состояния российской экономики развернулась дискуссия вокруг политики, осуществляемой Центральным банком Российской Федерации (Банком России). Пожалуй, в наиболее развернутом виде она была представлена в статьях К. Юдаевой и С. Глазьева в журнале «Вопросы экономики» (№ 9 за 2014 г.) [1, 2]. Первый заместитель Председателя Банка России К. Юдаева изложила аргументы в защиту проводимой денежно-кредитной политики, а советник Президента Российской Федерации академик РАН С. Глазьев подверг эту политику резкой критике.

Отмеченная полемика оставляет ощущение незавершенности, потому что каждый из авторов придерживается собственной логики и не ссылается на аргументы оппонента. Попробуем разобрать позиции этих авторов и обрисовать возможные перспективы развития отечественной денежно-кредитной и банковской политики.

Основной вывод К. Юдаевой сводится к тому, что нельзя решить накопившиеся в стране структурные проблемы с помощью денежно-кредитной политики. Мировой и отечественный опыт показывает, что увеличение денежного предложения со стороны центрального банка, рост банковского кредитования (по любым

процентным ставкам, пусть даже самым низким) и следующий за этим рост денежной массы в обращении сами по себе не обязательно приводят к увеличению физических объемов промышленного производства и росту производственных инвестиций.

По мнению К. Юдаевой, ряд признаков указывает не на циклический, а на структурный характер наметившегося экономического спада. Именно поэтому Банк России проводит политику сдерживания банковского кредитования и ограничения роста денежной массы (косвенно, путем регулирования своей ключевой ставки и влияния на процентные ставки межбанковского денежного рынка). Цель Банка России – ограничение темпов инфляции, а перспективы экономического роста в сложившихся условиях от центрального банка не зависят. При проводимой Банком России политике, – отмечает К. Юдаева, – страну ожидает стагнация экономики при относительно низких темпах инфляции. Если Банк России «включит печатный станок», та же стагнация будет наблюдаться на фоне высокой инфляции. Другими словами, денежные власти вынуждены выбирать меньшее из двух зол.

С. Глазьев придерживается иных взглядов на цели деятельности центральных банков и ответственность Банка России за экономическое положение страны.

Ошибка Банка России, по мнению С. Глазьева, заключается в том, что в условиях наметившегося в 2014 г. экономического спада и ухудшения международной политической обстановки Банк России начал проводить политику, приводящую к ухудшению условий банковского кредитования национальной экономики (в частности, повышал свою ключевую ставку), усилив негативное влияние внешнеэкономических санкций против России. Вместо этого нужно было резко увеличить денежное предложение и снизить ставку рефинансирования коммерческих банков.

С. Глазьев упрекает Банк России в «некомпетентности и догматизме» при проведении антиинфляционной политики. Он отмечает, что не существует устойчивых корреляционных зависимостей между ростом денежной массы и ростом товарных цен. По мнению С. Глазьева, международный опыт всех успешных национальных экономик свидетельствует о том, что при сбалансированном развитии сдерживание инфляции достигается на основе роста объемов и эффективности производства, а не путем ограничения денежной массы и деградации производства.

Позиция К. Юдаевой, пожалуй, не нуждается в комментариях. Она построена на классической денежной теории и в целом соответствует общепринятым в мире подходам к государственному денежно-кредитному регулированию. К. Юдаева достаточно подробно описала инструментарий текущей политики Банка России, поскольку этот инструментарий в последнее время несколько изменился по сравнению с предыдущими годами. Российский Центральный банк теперь делает акцент на регулировании рыночных процентных ставок, а не объемов денежного предложения или величины валютного курса, но такой подход не выходит за рамки «мейнстрима» в мировой практике денежно-кредитного регулирования. Это вопросы нюансов, «тонкой настройки» политики центральных банков, которые могут устанавливать различные промежуточные цели своей политики (например, величину денежного предложения, валютного курса или рыночных процент-

ных ставок) для достижения конечной стратегической цели – искомых низких темпов инфляции.

Более интересными для критического разбора представляются достаточно нетрадиционные взгляды С. Глазьева, основанные на следующих основных теоретических положениях. Первое. Денежная эмиссия должна служить важнейшим катализатором экономического роста и инвестиций в основные средства. Второе. Денежная эмиссия, осуществляемая центральным банком посредством приобретения иностранной валюты, имеет иную экономическую природу и приводит к иным последствиям по сравнению с денежной эмиссией вследствие кредитования центральным банком заемщиков-резидентов – отечественных банков и собственного государства. Эмиссия под обеспечение внутренних кредитов выступает «драйвером» экономического роста, а эмиссия под обеспечение иностранной валюты не только не способна обеспечить развитие, но и является инструментом «латентного ограбления нашей страны». Развивая эти теоретические положения, С. Глазьев ссылается на других авторов (А. Отырба и А. Кобяков) [3], выводы которых поддерживает.

Можно согласиться с С. Глазьевым в том, что зависимость между динамикой роста денежной массы и темпами инфляции не носит строгого характера – количественные параметры этой взаимосвязи не одинаковы в различные периоды времени и в различных национальных экономиках (см., например, табл. 1). На инфляцию влияют не только монетарные факторы, в значительной степени подконтрольные национальным денежным властям, но и неподвластные центральному банку немонетарные факторы, связанные с воспроизводственными процессами в реальном секторе экономики. Тем не менее, нельзя отрицать того, что увеличение денежной массы сверх объективных потребностей экономики может приводить к нежелательному росту товарных цен со всеми вытекающими отсюда негативными социально-экономическими последствиями. Рост экономики зависит от наличия в ней необходимых факторов производства (производительных сил)

Таблица 1

Сравнительные темпы роста денежной массы и товарных цен в Российской Федерации

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Денежная база в широком определении, изменение в %, конец декабря к концу декабря	32,8	55,3	24,3	22,4	41,5	33,7	1,2	15,9	26,6	5,5	14,0	6,6
Денежная масса (национальное определение, агрегат М2), изменение в %, конец декабря к концу декабря	32,4	50,4	35,8	38,5	48,7	43,5	0,8	17,7	31,1	22,3	11,9	14,6
Индекс-дефлятор ВВП, среднегодовое изменение в %	15,6	13,8	20,3	19,3	15,2	13,8	18,0	2,0	14,2	15,9	7,5	5,9
Индекс потребительских цен, изменение в %, декабрь к декабрю	15,1	12,0	11,7	10,9	9,0	11,9	13,3	8,8	8,8	6,1	6,6	6,5

Источник: рассчитано по данным Банка России на www.cbr.ru.

и качественного управления, обеспечивающего взаимодействие факторов производства. Без этих условий территорию, занимаемую национальной экономикой, образно говоря, можно засыпать толстым слоем денежных ассигнаций в любой валюте, а необходимого экономического развития не случится.

В принципе этого не отрицает и С. Глазьев. Он, в частности, отмечает, что денежная эмиссия может вызвать инфляцию, если институты регулирования денежного обращения и воспроизводства капитала не обеспечивают ее трансформацию в кредитование расширения производства и инвестиционных проектов, сопровождающееся научно-техническим развитием и снижением издержек. Или если экономика уже насыщена деньгами, избыток которых порождает финансовые пирамиды. И все же позиция С. Глазьева в этом вопросе, на наш взгляд, страдает некоторым механицизмом, схематизмом. Например, он полагает, что поскольку масштабы монетизации (соотношение М2/ВВП) российской экономики по-прежнему относительно невысоки (около 40% по сравнению с уровнем, превышающим 100% у основных конкурентов), сохраняется возможность абсорбирования финансовых ресурсов на безинфляционной основе.

Между тем уровень монетизации национальной экономики зависит не только от ее величины (стоимости ВВП), но и от структуры. Деньги выполняют функции меры стоимости, средства обращения (платежа) и средства накопления только в той экономике, где существует разделение труда и экономические субъекты обмениваются между собой продуктами своего труда – товарами и услугами. Чем глубже специализация и разделение труда, чем больше в экономике самостоятельных экономических субъектов (фирм, компаний, индивидуальных предпринимателей), связанных отношениями кооперации и поставок, тем больше потребность такой экономики в банковских кредитах, тем выше уровень ее монетизации. Современная российская экономика не слишком диверсифицирована по отраслям в сравнении со многими экономически развитыми странами. Кроме того, она обладает высокой степенью концентрации производства на относительно немногих крупных предприятиях, а значение сегмента малого и среднего предпринимательства в нашей экономике существенно меньше, чем у большинства стран-конкурентов. Следовательно, по мере увеличения числа экономических субъектов, более равномерного распределения между ними объемов производимого натурального продукта, углубления процесса разделения и специализации труда уровень монетизации российской экономики действительно будет повышаться – причем не обязательно при одновременном росте темпов инфляции. Но при этом опережающий (по сравнению с увеличением физического объема ВВП) рост банковского кредитования и денежной массы сам по себе не мо-

жет служить причиной экономического процветания, «драйвером» экономического развития.

Еще один пример схематичности выводов С. Глазьева. Мировой опыт успешного перехода национальных экономик из отстающих в передовые, – отмечает С. Глазьев, – свидетельствует о необходимости увеличения нормы накопления до 35–40% ВВП, что всегда достигалось (выделено мною. – Д. Тулин) соответствующим увеличением кредита до 100% ВВП и выше. Если бы автор вместо термина «достигалось» использовал, например, «сопровождалось», то такой тезис еще можно было бы принять, хотя и с оговорками. В действительности опережающей рост валового накопления по сравнению с конечным потреблением в структуре ВВП может сопровождаться усложнением структуры национальной экономики, ее отраслевой диверсификацией, ростом числа экономических субъектов и углублением процессов разделения и специализации труда. Последние же явления, в свою очередь, могут способствовать повышению потребностей национальной экономики в банковских кредитах и, соответственно, увеличению показателя ее монетизации.

Таким образом, причинно-следственные связи в экономике действуют не так, как это излагает С. Глазьев. Денежное обращение и кредит – явления вторичные, производные от процессов движения натурального продукта (товарного производства и товарного обмена). Искусственное сдерживание роста банковского кредита и денежной массы по сравнению с потребностями реального сектора экономики способно тормозить экономическое развитие, но кредитная и денежная экспансия сверх ресурсных возможностей экономики также может приводить к негативным последствиям – к усилению инфляции, в том числе на фоне возможной стагнации экономики.

Количественные ограничения на рост денежной массы в обращении – это отнюдь не изобретение монетаристов школы М. Фридмана (вторая половина XX в.), а практика работы национальных денежных властей на протяжении столетий. К примеру, руководство СССР в 1930–1960 гг., т. е. в период ускоренной модернизации и индустриализации нашей страны, ее победы в тяжелейшей войне, послевоенного восстановления экономики и выхода в лидеры по целому ряду научно-технических направлений, практиковало жесткое планирование прироста кредитных вложений в экономику и денежной эмиссии в строгой увязке с имеющимися ограничениями материальных и людских ресурсов. Читатели, не успевшие приобрести профессиональный опыт в эпоху СССР, могут убедиться в приверженности советских властей политике жестких количественных ограничений банковского кредита и денежной эмиссии, ознакомившись со старыми советскими учебниками по дисциплинам «Планирование народного хозяйства» и «Денежное обращение и кредит».

Пожалуй, наиболее уязвимой позицией С. Глазьева представляется его поддержка теоретических воззрений А. Отырбы и А. Кобякова о принципиальном различии между деньгами, выпускаемыми центральными банками в обращение в результате приобретения иностранной валюты, и деньгами, эмитируемыми в процессе кредитования заемщиков-резидентов национальной экономики. Апологеты этой необычной теории утверждают, что (далее текст из статьи С. Глазьева приводится практически дословно и потому выделен курсивом) *создание современных фидуциарных денег – самый доходный вид экономической деятельности благодаря получению эмиссионного дохода (сеньоража), который достается тому, с кем эмитент денег осуществляет первую транзакцию. В США это связанные с ФРС коммерческие банки, в ЕС – государства – эмитенты облигаций, принимаемых под обеспечение кредитов ЕЦБ, в Японии и Китае – государственные кредитные институты, прежде всего институты развития. Именно эмиссионный доход, образующийся при создании фидуциарных денег, является энергией главного экономического инструмента государства – денег, поступающих в национальную экономику. Сеньораж авансирует создание добавленной стоимости, генерируя экономическую энергию.*

Если деньги эмитируются национальным банком посредством приобретения валюты другой страны, то в ее пользу уходит и эмиссионный доход. На себестоимость денег, помимо расходов на их производство и обслуживание, ложится еще и себестоимость продукции, в оплату за которую поступает валюта, выкупаемая центробанком и якобы выполняющая функцию их обеспечения. По сути, это заработанные деньги с высокой себестоимостью, что делает неконкурентоспособными как сами деньги, так и капиталы, образующиеся на их основе. Они не только не способны обеспечить развитие, но и являются инструментом латентного ограбления несамостоятельных стран колонизаторами.

Приведенная выше концепция не выдерживает сколько-нибудь серьезной проверки. Начнем с того, что понятие «сеньораж» является общепризнанным только применительно к условиям обращения товарных, металлических денег. Сеньоражем в средние века именовался доход, который получали правители (суверены, сеньоры), обладавшие на подвластной им территории монопольным правом чеканить монету. Этот доход получался суверенами в виде платы за чеканку монеты – плата взималась с заказчиков, приносивших на монетный двор драгоценные металлы для изготовления металлических денег. Часть платежа от заказчиков доставалась монетному двору в качестве комиссионного вознаграждения, а другая часть (чистый сеньораж) – суверену. Таким образом, с точки зрения экономического содержания, сеньораж эпохи обращения металлических денег можно сравнить с разновидностью налога.

В современную эпоху обращения фидуциарных (фиатных) денег, которые по своей сути являются кредитными деньгами (долговыми обязательствами банков), понятие «сеньораж» не является общепринятым, устоявшимся. Оно не используется в серьезных академических учебниках, не употребляется в профессиональном лексиконе банковских работников и сотрудников органов государственного денежно-кредитного регулирования, не значится в классификации статей национальных и международных стандартов (правил) бухгалтерского учета и финансовой отчетности. Некоторые справочные издания (в частности, популярный интернет-ресурс «Википедия») [4] делают попытку распространить термин «сеньораж» на современность, приравнивая его к понятию дохода от эмиссии денег. При этом эмиссионный доход определяют как разницу между номиналом выпускаемых центральным банком денег (в наличной и безналичной формах) и себестоимостью их изготовления и поддержания обращения (затраты на изготовление, хранение, транспортировку, замену ветхих купюр и так далее). Однако в отличие от С. Глазьева, А. Отырбы и А. Кобякова с позиции «Википедии» сеньораж хотя бы частично остается в распоряжении центрального банка, а не достается полностью его контрагентам по сделкам.

В реальной жизни дохода от эмиссии денег в том виде, как он трактуется А. Отырбой, А. Кобяковым, С. Глазьевым и актуальной версией «Википедии» (т. е. как разницы между номиналом выпущенных денег и себестоимостью их выпуска и поддержания обращения), не существует. Даже сравнение этих двух величин путем нахождения арифметической разности между ними некорректно, потому что номинал выпущенных в обращение денег – это сумма банковской задолженности по состоянию на дату, а себестоимость выпуска и поддержания обращения денег – расходы банков за период времени. Таким образом, чисто технически эту разность можно найти, но она не будет иметь очевидного экономического смысла, потому что является результатом вычитания потоков (flows) из запасов (stocks).

Современные кредитные деньги (можно их также назвать фидуциарными, фиатными деньгами) являются долговыми обязательствами центрального банка и коммерческих банков. Эмиссия таких денег осуществляется в процессе кредитования банками контрагентов или приобретения банками у контрагентов каких-либо активов в обмен на передачу этим контрагентам собственных долговых обязательств банков – и этот обмен, как правило, осуществляется по эквивалентной рыночной стоимости, без реализации какой-либо из сторон сделки дохода (прибыли) или убытков. Это утверждение легко проверяется по записям в бухгалтерском учете банков и их контрагентов по сделкам (транзакциям). Бухгалтерский учет в вопросах кредитования и денежного обращения – это такой же доказательный аппарат

и общепонятный язык общения, как формулы и уравнения для математиков.

Вызывает недоумение, почему сторонники теории современного сеньоража ограничиваются анализом эмиссионной деятельности только центрального банка и абстрагируются от феномена эмиссии денег коммерческими банками (в российском законодательстве – кредитными организациями). Между тем в параллельном обращении денег центрального банка и денег коммерческих банков заключена дуалистическая сущность современной кредитно-банковской и денежной системы со всеми ее проблемами и противоречиями. Статистически количество обрабатываемых в национальной экономике денег центрального банка определяется величиной денежной базы (денежного предложения), а количество всех денег – денежной массой (существуют различные методы ее измерения). Для количественного сравнения объемов находящегося в обращении денег центрального банка и денег коммерческих банков можно использовать два показателя – денежного мультипликатора (отношение денежной массы к денежной базе) и доли наличных денег в денежной массе. По состоянию на 1 января 2014 г. денежный мультипликатор в Российской Федерации (отношение денежного агрегата M2 денежной массы в национальном определении к денежной базе в широком определении) составлял около 3,0. На ту же дату отношение наличных денег вне банковской системы (денежный агрегат M0) к денежной массе (национальное определение, денежный агрегат M2) был равен 22%.

Учитывая преобладающее влияние коммерческих банков на количественные параметры денежной эмиссии, проверим, есть ли место для сеньоража в финансовой отчетности не только центрального банка, но и коммерческих банков, а также контрагентов по сделкам центрального и коммерческих банков в процессе денежной эмиссии. Если эмиссионный доход (сеньораж) не находит отражения в бухгалтерском учете и финансовой отчетности участников эмиссионного процесса, то сеньоража не существует – по крайней мере как материально осязаемого явления, экономической категории, поддающейся количественному измерению. Например, в эпоху обращения товарных, металлических денег в существовании сеньоража никто не сомневался, поскольку плата за чеканку монеты устанавливалась по количественным нормативам (расценкам), аккуратно взималась и регистрировалась в книгах учета.

Начнем с эмиссии денег центральным банком. Центральный банк эмитирует деньги (собственные долговые обязательства) в ходе приобретения внутренних или иностранных (международных) активов. Самыми распространенными операциями по приобретению внутренних активов являются кредитные сделки с заемщиками-резидентами (коммерческими банками и государством). При этом на равновеликие суммы увеличивается стоимость активов центрального бан-

ка (кредитные требования к банкам и государству) и стоимость долговых обязательств центрального банка, входящих в расчет денежной базы (наличных денег вне центрального банка, остатков средств на счетах и депозитах коммерческих банков в центральном банке).

Например, при покупке Банком России государственных облигаций у коммерческого банка на сумму 1 млрд руб. (допустим, что сделка совершается по цене, соответствующей балансовой стоимости облигаций в книгах учета коммерческого банка) делаются следующие записи в бухгалтерском учете. В балансе центрального банка: дебет счета «Долговые обязательства Правительства Российской Федерации» на 1 млрд руб. (активный счет), кредит счета «Средства на счетах кредитных организаций-резидентов» на 1 млрд руб. (пассивный счет). Происходит одновременный рост кредитных требований центрального банка и его долговых обязательств – увеличивается денежная база, но никакого дохода не образуется. В балансе коммерческого банка производятся такие записи: дебет счета «Денежные средства в центральном банке» на 1 млрд руб. (активный счет), кредит счета «Долговые обязательства Правительства Российской Федерации» на 1 млрд руб. (активный счет). Роста кредитных требований и долговых обязательств у коммерческого банка не происходит – банк лишь меняет один актив на другой. В бюджетной статистике общая величина внутреннего государственного долга не изменяется: на одну и ту же сумму увеличивается задолженность правительства перед центральным банком и сокращается долг правительства перед коммерческими банками.

Если центральный банк осуществляет эмиссию денег через рефинансирование кредитных организаций (например, предоставляя коммерческому банку кредит на сумму 1 млрд руб.), то в его учете будут сделаны записи: дебет счета «Требования к кредитным организациям-резидентам» на 1 млрд руб. (активный счет), кредит счета «Средства на счетах кредитных организаций-резидентов» на 1 млрд руб. (пассивный счет). Происходит рост денежной базы, дохода не образуется. Коммерческий банк-заемщик производит записи в своем учете: дебет счета «Денежные средства в центральном банке» на 1 млрд руб. (активный счет), кредит счета «Заемные средства от центрального банка» на 1 млрд руб. (пассивный счет). Никакого дохода коммерческий банк в этом примере не получает. Увеличение стоимости активов и долговых обязательств происходит у банка-заемщика на одну и ту же сумму.

Теперь осталось рассмотреть последствия для финансовой отчетности центрального банка и его контрагентов сделок по приобретению центральным банком международных активов в иностранной валюте (критикуемый С. Глазьевым способ денежной эмиссии). Самый типичный случай – это покупка Банком России иностранной валюты у кредитных организаций-резидентов на внутреннем валютном рынке. К примеру,

центральный банк покупает у российского коммерческого банка 25 млн дол. США по текущему рыночному курсу 40 руб. за 1 дол. США, т. е. за 1 млрд руб. ($25 \text{ млн} \times 40 = 1 \text{ млрд}$). Записи в бухгалтерском учете центрального банка: дебет счета «Средства, размещенные у нерезидентов» на сумму 25 млн дол. США, или 1 млрд руб. (активный счет), кредит счета «Средства на счетах кредитных организаций-резидентов» на 1 млрд руб. (пассивный счет). Происходит рост требований центрального банка к нерезидентам в долларах США, и на эквивалентную сумму увеличиваются его долговые обязательства перед российскими банками в рублях. Денежная база увеличивается на 1 млрд руб., но доходов или убытков от сделки центральный банк не получает – точно так же, как и в случае эмиссии денег в процессе приобретения внутренних активов (т. е. увеличения требований к кредитным организациям-резидентам или к государству).

Соответственно, в российском коммерческом банке, продавшем иностранную валюту Банку России, произойдут такие изменения в записях бухгалтерского учета: дебет счета «Денежные средства в центральном банке» на 1 млрд руб. (активный счет), кредит счета «Денежные средства на счетах в банках-нерезидентах» на 25 млн дол. США, или 1 млрд руб. (активный счет). Если сделка осуществляется по рыночному валютному курсу, то доходов или убытков российская кредитная организация не получает.

Посмотрим также, что происходит в финансовой отчетности иностранных контрагентов, косвенным образом вовлеченных в сделку по продаже российским коммерческим банком центральному банку 25 млн дол. в обмен на 1 млрд эмитированных рублей. С точки зрения операционной техники, указанная валютная сделка между Банком России и российской кредитной организацией будет сопровождаться переводом 25 млн дол. США с корреспондентского счета этой кредитной организации в одном из американских банков на корреспондентский счет Банка России, открытый в том же или другом американском банке. Общая величина долговых обязательств банковской системы США перед иностранными кредиторами не изменится – произойдет перераспределение внешней задолженности банковского сектора США между различными категориями кредиторов. Долг перед иностранными центральными банками увеличится на 25 млн дол., а задолженность перед коммерческими банками уменьшится на ту же сумму.

Никаких доходов, связанных с денежной эмиссией в далекой России (кроме стандартных комиссионных платежей за операционное обслуживание счетов иностранных банков-корреспондентов), американские банки от российского центрального банка и российских кредитных организаций не получают. Если Банк России впоследствии использует свои денежные средства на корреспондентском счете в американском банке

для размещения их в депозиты под проценты в других банках-нерезидентах или для приобретения рыночных долговых обязательств иностранных эмитентов (например, Казначейства США), то это опять-таки не повлияет ни на международную инвестиционную позицию США (в том числе внешний долг американской экономики), ни на состояние американского государственного бюджета, ни на счет прибылей и убытков американских банков. Будет происходить лишь перераспределение денежных потоков внутри финансовой системы США. Американский внешний долг увеличивается исключительно в связи с накопительным ростом дефицита текущего счета платежного баланса США, к чему валютные интервенции Банка России на внутреннем российском рынке не имеют никакого отношения.

Таким образом, невозможно обнаружить следы так называемого эмиссионного дохода, или сеньоража, в финансовой отчетности прямых и косвенных участников процесса эмиссии денег центральным банком. Этот вывод полностью распространяется и на денежную эмиссию коммерческих банков. Наиболее типичный пример эмиссии денег коммерческим банком – кредитование им клиентов-заемщиков с зачислением денежных средств на открытый в банке клиентский счет. Производятся следующие записи в бухгалтерском учете кредитной организации: дебет счета «Выданные кредиты» (активный счет), например, на 3 млрд руб., кредит счета «Средства на клиентских счетах» на 3 млрд руб. (пассивный счет). На равновеликие суммы увеличиваются кредитные требования банка и его долговые обязательства. Денежная масса растет, но доход от эмиссии у кредитной организации не образуется. Может ли существовать в экономической жизни, тем более в банковской сфере, нечто такое, что невозможно измерить, обнаружить в статистической или финансовой отчетности? Есть ли он, сеньораж (он же доход от денежной эмиссии) в условиях обращения кредитных денег? Ответ на эти вопросы, на наш взгляд, однозначно отрицательный.

Конечно, можно договориться и начать использовать архаичный термин «сеньораж» в современных условиях как синоним доходов или чистой прибыли, например, центрального банка (как это делалось в одном из иностранных источников, на который сослались авторы статьи о сеньораже в «Википедии»), но это была бы уже совсем не та экономическая категория, о какой говорят С. Глазьев, А. Отырба и А. Кобяков, – ни латентного ограбления нашей страны колонизаторами, ни мистической, связанной с сеньоражем экономической энергии. Напротив, есть любопытное наблюдение, что наибольшую прибыль центральные банки получают в периоды неблагоприятия реального сектора национальной экономики – при высоких темпах инфляции и быстром снижении курса национальной валюты. Причина в том, что привлеченные средства достаются центральным банкам

Таблица 2

Источники денежного предложения
(изменение за год, конец декабря к концу
декабря предыдущего года, в млрд руб.:
«+» – увеличение, «-» – уменьшение)

	Чистые иностранные активы*	Чистые внутренние активы**	Денежная база в широком определении***
1	2	3	4 = 2 + 3
2001	371,7	-165,2	206,7
2002	494,5	-190,2	304,3
2003	787,9	-106,2	681,7
2004	1225,1	-759,1	466,0
2005	1860,4	-1326,5	533,9
2006	2751,7	-1543,5	1208,2
2007	3745,6	-2354,7	1390,9
2008	774,6	-709,2	65,4
2009	495,9	392,7	888,6
2010	1323,3	399,7	1723,0
2011	1456,3	-1002,5	453,8
2012	292,9	915,8	1208,7
2013	314,6	336,5	651,1

* Чистые иностранные активы представляют собой требования Банка России к нерезидентам (включая международные резервы и иные, менее ликвидные активы в иностранной валюте и рублях) за вычетом обязательств Банка России перед нерезидентами.

** Чистые внутренние активы рассчитываются как требования Банка России к резидентам (к правительству, кредитным организациям, иные требования) за вычетом обязательств и иных пассивов Банка России (за исключением обязательств, включаемых в расчет денежной базы в широком определении).

*** Денежная база в широком определении включает наличные деньги вне Банка России; средства в рублях на корреспондентских счетах, депозитных счетах и счетах обязательных резервов, привлеченные Банком России от кредитных организаций; вложения кредитных организаций в облигации Банка России; иные обязательства Банка России по операциям с кредитными организациями в рублях. Денежная база в широком определении по состоянию на каждую дату (или ее изменение за период) равна алгебраической сумме чистых иностранных активов (или алгебраической сумме изменений этих двух показателей за период). Такое равенство объясняется тем, что все три показателя построены на основе счетов бухгалтерского баланса Банка России, где актив равен пассиву.

Источник: рассчитано по данным Банка России на www.cbr.ru.

преимущественно бесплатно (проценты по выпущенным в обращение наличным деньгам и по остаткам на счетах кредитных организаций не выплачиваются), а процентные ставки по внутренним активам центрального банка и положительные курсовые разницы от переоценки международных активов при высокой инфляции растут. Получается, что так называемый реальный, не мифический сеньораж, который можно количественно измерить в финансовой отчетности центрального банка, сам по себе не обязательно полезен для экономического развития.

Проверим эмпирически, насколько справедливо мнение С. Глазьева о вредном влиянии на национальную экономику денежной эмиссии центрального банка в ходе покупки иностранной валюты, когда главным источником роста денежного предложения (денежной базы) выступает увеличение международных резервов. Сошлемся на опыт Сингапура, который за короткий исторический период совершил «прыжок из третьего мира в первый», но при этом имеет не классический национальный банк, а очень своеобразный орган денежно-кредитного и банковского регулирования, именуемый «Денежные власти Сингапура» – Monetary Authority of Singapore. Этот орган по принципам своей эмиссионной деятельности стоит ближе, скорее, к валютному совету (currency board), чем к центральному банку. Есть пример Швейцарского национального банка, который обладает всеми полномочиями и инструментарием традиционного центрального банка, но в течение нескольких десятилетий после окончания Второй мировой войны был вынужден воздействовать на величину денежного предложения в основном через валютные конверсионные операции из-за постоянного притока в страну краткосрочных финансовых инвестиций из-за границы. Именно в эти годы швейцарская экономика развивалась наиболее успешно. Происходило это, конечно же (как и в случае с Сингапуром), независимо от применения швейцарскими денежными властями того или иного эмиссионного механизма. Однако едва ли Сингапур и Швейцария достигли бы столь впечатляющих экономических успехов, если в течение нескольких десятилетий подряд они действительно, по логике С. Глазьева, должны были подвергаться ограблению другими странами через механизм денежной эмиссии. И уж тем более трудно обвинить денежные власти этих стран в «низкой финансовой грамотности» – а ведь именно этим А. Отырба и А. Кобяков склонны объяснять готовность национальных денежных властей эмитировать деньги в процессе покупки иностранной валюты.

Интересно посмотреть, влияло ли изменение источников роста денежного предложения (через покупку центральным банком иностранных активов или через кредитование банков-резидентов и российского государства) на состояние российской экономики. Данные из табл. 2 позволяют выделить в интервале с 2001-го по 2013 г. периоды, когда денежная база в нашей стране росла преимущественно или даже исключительно за счет увеличения международных резервов Банка России, и периоды усиления роли внутреннего кредитования в формировании денежного предложения.

Из табл. 2 видно, что в период с 2001-го по 2008 г. денежная база росла почти исключительно за счет приобретения Банком России иностранной валюты и соответствующего роста чистых иностранных активов. В 2009 г., в самую острую фазу финансово-экономического кризиса, впервые за многие годы в росте денежного

Источники формирования денежной базы и темпы экономического роста в Российской Федерации

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Основной источник роста денежной базы (И – чистые иностранные активы, В – чистые внутренние активы)	И	И	И	И	И	И	И	И	В	И	И	В	В
Среднегодовой индекс физического объема ВВП (изменение в % к предыдущему году)	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3

Источник: данные Росстата на www.gks.ru и данные табл. 2.

предложения стал заметен вклад увеличения чистых внутренних активов (росли операции Банка России по рефинансированию коммерческих банков, и одновременно правительство активно расходовало средства со своих счетов в центральном банке). В 2010–2011 гг. покупка иностранной валюты вновь стала решающим фактором роста денежного предложения, но в 2012–2013 гг. эта тенденция сменилась усилением роли кредитования банков-резидентов. Теперь можно наложить эту периодизацию на данные об экономическом росте в нашей стране и представить результаты в табл. 3.

Представленные в табл. 3 данные не обнаруживают негативного влияния внешних источников денежной эмиссии Банка России (через покупку иностранной валюты) на темпы роста российской экономики. На протяжении последних 13 лет периоды, когда основным источником формирования денежного предложения был рост чистых иностранных активов Банка России, совпадали с периодами динамичного роста ВВП. Напротив, в годы усиления роли внутреннего кредитования в процессе денежной эмиссии темпы роста экономики замедлялись. Совпадение динамики экономических показателей в данном случае не означает, что между ними существует причинно-следственная связь. Не переключение Банка России с внешних источников денежной эмиссии на внутренние источники вызывало замедление экономического роста, а совсем другие факторы, связанные с изменением ценовых условий международной торговли.

В период с 1999-го по 2008 г. индекс-дефлятор российского экспорта как элемента использования ВВП вырос в 3,2 раза, а индекс-дефлятор импорта – всего на 35% (здесь и далее по тесту расчеты выполнены по данным Росстата на www.gks.ru. – *Прим. авт.*). Столь существенное улучшение конъюнктуры мировых товарных рынков позволило российской экономике резко увеличить физические объемы импорта, который сделался важным фактором роста валового накопления и конечного потребления в экономике. С 1999-го по 2008 г. индекс физического объема экс-

порта как элемента использования ВВП увеличился на 94%, а индекс физического объема импорта – в 5,3 раза. В 2009 г. ситуация изменилась: индекс-дефлятор экспорта понизился на 12%, а импорта – вырос на 25%. Соответственно, физический объем импорта как элемента использования ВВП в 2009 г. упал сразу на 30,4% при снижении физического объема экспорта на 4,7%. В 2010–2011 гг. ценовые условия международной торговли для России немного улучшились, в 2012 г. изменились несущественно, а в 2013 г. вновь проявили тенденцию к ухудшению – индекс-дефлятор экспорта снизился на 1,3%, а импорта – вырос на 4,6%. Поведение индексов физических объемов экспорта и импорта соответствовало изменению ценовых условий торговли: темпы роста физических объемов импорта несколько выросли в 2010–2011 гг., в 2012 г. – заметно снизились, но пока опережали темпы роста физического объема экспорта, а в 2013 г. – опустились ниже темпов роста физического объема экспорта.

Побочным эффектом улучшения ценовых условий международной торговли (помимо главного следствия в виде экономического роста) было увеличение предложения иностранной валюты на валютном рынке, давление на курс рубля в сторону его повышения, интервенции центрального банка по покупке иностранной валюты, ускоренный рост международных резервов Банка России с одновременным ростом денежной базы. Ухудшение конъюнктуры мировых товарных рынков приводило к замедлению экономического роста, прекращению роста международных резервов и замещению этого источника денежной эмиссии кредитными операциями Банка России с заемщиками-резидентами. В 1990-х гг. смена источников денежной эмиссии также не оказывала сколько-нибудь заметного влияния на ход экономического развития нашей страны. В 1992–1994 гг. экономика падала при активном кредитовании центральным банком кредитных организаций и государства, а в 1995–1998 гг. продолжала падать после перехода Банка России на режим денежной эмиссии под закупку иностранной валюты.

Таким образом, сырьевая ориентация российской экономики и ее сильная зависимость от ценовых условий международной торговли сделали колебания внешнеэкономической конъюнктуры решающим фактором, определяющим темпы экономического роста. Не источники денежной эмиссии и не ее размеры влияли на экономический рост, а факторы на стороне товарного производства и обмена (включая качество управления факторами производства на макро- и микроуровнях).

Заканчивая критический анализ теоретических выводов С. Глазьева, необходимо указать на несостоятельность утверждения о том, что при покупке центральным банком иностранной валюты на себестоимость выпускаемых в обращение денег относятся затраты на производство экспортных товаров, валютную выручку от продажи которых приобретает центральный банк. В действительности затраты на производство, хранение и транспортировку товаров включаются в цену их реализации и оплачиваются конечными покупателями, которыми могут быть как иностранные импортеры, так и покупатели с внутреннего рынка. Этот неоспоримый факт находит подтверждение в финансовой и управленческой отчетности соответствующих участников торговых сделок. Напротив, в финансовой отчетности эмиссионных центров – центрального банка и коммерческих банков – не обнаруживается никаких следов себестоимости товаров, оборот которых кредитруется банками или валютная выручка от продажи которых ими приобретается.

Детальный анализ практических выводов и рекомендаций С. Глазьева в адрес российских денежных властей выходит за рамки этой статьи, поэтому ограничимся общими замечаниями и ссылками на отдельные предложения автора. Трудно согласиться с однозначно негативной оценкой автором денежно-кредитной политики Банка России. Если эта политика и не является бесспорной в деталях, то в целом представляется вполне адекватной в условиях сложившейся в нашей стране финансово-экономической модели. Эта модель основана на свободном движении трансграничных капиталов, отсутствии внутренних валютных ограничений и банковском «дерегулировании». Она была скопирована с зарубежных образцов, которые, в свою очередь, утвердились в наиболее богатых странах с развитой рыночной экономикой с начала 1990-х годов.

Означает ли это, что принятая финансово-экономическая модель, во многом определившая парадигму экономического развития России, отвечает интересам нашей страны, тем более в сложившейся внешнеполитической обстановке? Совсем не обязательно. Поэтому призыв С. Глазьева активизировать роль кредитно-банковской системы в экономическом развитии страны путем направления финансовых ресурсов в приоритетные отрасли, программы и проекты по доступным для заемщиков процентным ставкам вы-

глядит вполне справедливым и заслуживающим внимания. Вот только предлагаемые автором технические решения для достижения поставленной цели представляются в основном малоэффективными или вовсе непригодными, потому что они (в отличие от текущей политики Банка России) вступают в противоречие с принятой финансовой парадигмой. С. Глазьев не заходит так далеко, чтобы предложить замену существующей финансово-экономической модели, а ограничивается полумерами, угрожающими повредить действующий финансовый механизм, не создав нового.

Например, С. Глазьев предлагает, чтобы центральный банк предоставлял рефинансирование коммерческим банкам, кредитующим реальный сектор экономики, под низкие процентные ставки. На практике Банк России не справился бы с этой работой в условиях большого разрыва между сниженной ставкой рефинансирования (допустим, до уровня 2–3% годовых) и ставкой привлечения кредитными организациями заемных средств на рынке (к примеру 8–10% годовых). Спрос на дешевые кредиты центрального банка намного превысит разумные лимиты прироста денежного предложения с учетом инфляционных рисков, а центральный банк не сможет самостоятельно определить, какие из кредитных заявок являются действительно приоритетными и экономически обоснованными. Лучше поручить эту миссию специальному государственному органу, который бы планировал (прогнозировал) фактические потребности экономики в банковском кредитовании с учетом ее ресурсных возможностей и ограничений, а также определял перечень приоритетных проектов для кредитования/инвестирования. Но даже в последнем случае сколько-нибудь ощутимая разница между стоимостью привлечения коммерческими банками заемных средств от центрального банка и стоимостью их заимствований с рынка будет неизбежно приводить к «процентному арбитражу» и нецелевому использованию кредитов центрального банка – искушение окажется слишком велико.

Еще эффективнее было бы влиять на кредитную политику коммерческих банков не косвенно (через каналы рефинансирования центрального банка), а напрямую, т. е. в административном порядке принуждать кредитные организации к направлению их финансовых ресурсов в приоритетные проекты. Конечно, это означало бы ограничение свободы действий коммерческих банков, но именно так поступали в течение десятилетий (до наступления эпохи «банковского дерегулирования») вплоть до конца 1980-х годов в ряде западноевропейских стран, включая Италию. Такой же порядок «директивного» кредитования фактически действует сейчас в Китае. Ведь деньги кредитных организаций составляют без малого 80% от общей денежной массы в нашей стране, и воздействие на целевую направленность кредитов коммерческих банков привело бы к значительно более весомому результату для достиже-

ния целей, поставленных С. Глазьевым, чем изменение каналов рефинансирования центрального банка.

Если не «покушаться» на операционную свободу всех коммерческих банков, то можно превратить в непосредственный инструмент государственной кредитной и инвестиционной политики хотя бы банки, контролируемые государством (госбанки). При таком подходе логично было бы отменить систему страхования вкладов, заменив ее прямой государственной гарантией долговых обязательств госбанков в рублях перед всеми категориями кредиторов. Если госбанки будут работать под полным операционным контролем государства, определяющего структуру их активов, то государственная гарантия по их обязательствам будет вполне оправданной. Эта гарантия позволит госбанкам привлекать заемные средства на рынке под низкий процент, сопоставимый с процентной ставкой рефинансирования центрального банка. Исчезнут условия для «процентного арбитража» – прекратится нецелевое использование коммерческими банками кредитов центрального банка.

С. Глазьев среди прочего предлагает вернуться к практике установления объявленного коридора колебаний курса рубля к иностранным валютам и пересматривать этот коридор по возможности реже. Для борьбы с валютно-арбитражными (спекулятивными) операциями, подрывающими стабильность курса рубля, он предлагает отменить страхование банковских вкладов в иностранной валюте и ужесточить контроль за соблюдением кредитными организациями лимитов открытой валютной позиции. Исторический опыт предлагает немало свидетельств, что стабильный курс национальной валюты, действительно, полезен для экономического развития – особенно для стран, стремящихся догнать конкурентов (для «догоняющих экономик»). Неслучайно в пострадавшей от войны мировой экономике вплоть до 1973 г. фактически повсеместно использовалась система фиксированных валютных курсов с границами колебаний внутри узких коридоров (в пределах 2%). Однако поддерживать стабильный валютный курс возможно только в условиях достаточно жестких внутренних валютных ограничений и контроля за движением трансграничных капиталов.

Например, до 1980-х гг. большинство западноевропейских государств обеспечивало конвертируемость национальной валюты только по операциям текущего счета платежного баланса. Физические лица-резиденты могли приобретать иностранную валюту для оплаты расходов при заграничных поездках (туризм, лечение, обучение) и переводов родственникам, а юридические лица-резиденты – для оплаты импорта товаров и услуг. Хранить денежные средства в иностранной валюте (например, на банковских счетах внутри страны или в иностранных ценных бумагах) физическим и юридическим лицам-резидентам практически запрещалось. Пресекались спекулятивно-арбитраж-

ные трансграничные операции с краткосрочными финансовыми инструментами путем применения особого режима счетов для нерезидентов. Постепенный демонтаж системы валютных ограничений и контроля за движением капиталов в западноевропейских странах заставил их отказаться от фиксированных валютных курсов в пользу плавающих.

Российские власти с начала рыночных реформ 1990-х гг. взяли курс на отмену внутренних валютных ограничений, а с 2006 г. отменили практически все формы контроля за движением трансграничных капиталов. В результате валютный курс рубля регулярно подвергается мощному давлению со стороны иностранных и внутренних спекулянтов. К числу последних можно отнести и российские домохозяйства, которые в условиях свободы выбора валюты для хранения денежных средств стремятся не просто сохранить покупательную способность сбережений, а получить максимально возможную прибыль. При таких условиях не только поддержание стабильного валютного курса, но и достижение иных возможных целей денежно-кредитной политики (ограничение денежного предложения, снижение процентной ставки по банковским кредитам) становится крайне затруднительным. Выходит, что предложения С. Глазьева по нераспространению действия системы страхования вкладов на счета в иностранных валютах недостаточно радикальны по сравнению с режимом валютных ограничений, успешно действовавшим в Европе в недавнем прошлом. Есть основания полагать, что реализация его предложений не позволит поддерживать режим «валютного коридора» и снизить процентную ставку привлечения банками заемных денежных средств.

Предложения С. Глазьева не затрагивают основ существующего финансового механизма. Например, не предлагается применять административное регулирование кредитных операций коммерческих банков (хотя бы госбанков) или ввести ограничения для хранения сбережений российских граждан и предприятий в иностранной валюте. А ведь именно такие меры в наибольшей степени способствовали бы достижению искомой цели автора – улучшения условий банковского кредитования реального сектора экономики (а также защиты сбережений от возможных недружественных санкций со стороны иностранных государств). Вместо смены финансовой парадигмы предлагается, по сути, косметический ремонт существующего механизма при помощи таких инструментов и технологий, которые рискуют сделать этот механизм еще менее эффективным.

Почему-то в полемике по поводу задачи резкого увеличения инвестиций в основные средства, «новой индустриализации» страны и ее выхода на передовые научно-технические рубежи замалчивается такой важный аспект этой проблемы, как неизбежные жертвы для населения в виде замораживания роста реальных доходов или их временного снижения. Из стандартных

статистических формул расчета ВВП, из исторического опыта (в том числе нашей страны) следует, что при неизменной численности занятого в экономике населения, заданном уровне производительности труда и ограниченных возможностях привлечения внешних ресурсов (в счет чистого импорта) ускоренный, опережающий рост валового накопления в экономике, как правило, происходит на фоне стагнации или снижения конечного потребления. Конечно, при успешном развитии в более отдаленной перспективе происходит рост производительности труда, и потребление вновь сможет увеличиться. Однако в течение достаточно длительного периода времени (от нескольких лет до нескольких десятилетий) определенные жертвы для конечного потребления домохозяйств неизбежны.

Следовательно, в ходе ускоренной индустриализации для избежания социально-политических потрясений государству необходимо проводить более справедливое, уравнивающее распределение доходов; повысить эффективность системы социальных гарантий; предложить привлекательную, мотивирующую и объединяющую людей идеологию. Правящие элиты должны будут изменить свои поведенческие привычки, показывать пример разумного ограничения личного потребления. Смена парадигмы экономического развития вызовет необходимость серьезных институциональных реформ, а также масштабного обновления управленческих кадров с учетом новых требований к их профессиональным навыкам. Это серьезнейший вызов для нашей страны, требующий от нее полной мобилизации сил и ресурсов, тем более в условиях обострения международной военно-политической обстановки. На этом фоне крайне вредными выглядят любые фантазии,

предлагающие быстрый и безболезненный путь к процветанию. Погоня за мифическим сеньоражем сродни поиску философского камня или конструированию вечного двигателя.

Кредитно-банковская система может быть использована как инструмент направления материальных и людских ресурсов (с помощью перераспределения денежных потоков) в конкретные отрасли и сегменты реального сектора экономики. Однако совокупный прирост кредитных вложений и денежной массы должен ограничиваться с учетом ресурсных возможностей и потребностей национальной экономики – денежная эмиссия сама по себе не может служить источником экономического роста и процветания. Для перестройки кредитно-банковской системы под цели экономического развития необходимы меры намного более продуманные и радикальные, чем те, что предложены С. Глазьевым, – речь должна идти о смене финансовой парадигмы, финансово-экономической модели. Принятие таких решений выходит за рамки полномочий и ответственности центрального банка. ■

Список литературы

1. *Глазьев С.* Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9.
2. *Юдаева К.* О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9.
3. *Отырба А., Кобяков А.* Как побеждать в финансовых войнах // Деловой и политический журнал «Однако». Июнь–июль/2014 (174).