

## Содержание

Поздравление к юбилею Е.Ю. Грачевой	5
<b>АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ БАНКОВСКОГО ПРАВА</b>	
<b>Рожественская Т.Э., Гузнов А.Г.</b> Публичное банковское право	6
<b>Землянская Н.И.</b> Публично-правовая природа фонда страхования вкладов	18
<b>Рудичева Н.И.</b> К вопросу о соотношении терминов «расчет» и «платеж» в юридическом контексте	23
<b>ПРАВО И ЭКОНОМИКА</b>	
<b>Гриб В.В., Соловей Ю.В.</b> Почему курс упадет до ста рублей за один доллар США, в то время как он должен быть не более сорока	27
<b>Ершов М.В., Татузов В.Ю., Танасова А.С.</b> Основные направления государственной денежно-кредитной политики на 2015–2017 гг.: оптимизм ориентиров ЦБ РФ	40
<b>ЦЕННЫЕ БУМАГИ В БАНКОВСКОМ ПРАВЕ</b>	
<b>Греков М.Н.</b> Правовое регулирование фондового рынка России в условиях экономических санкций	47
<b>Андреева Е.М.</b> Особенности юридической ответственности за несоблюдение законодательства о ценных бумагах	55
<b>Трибуна молодых</b>	
<b>Суродеев Ю.В.</b> «Бонусы» и деньги: сравнительно-правовая природа	62
<b>Лепина В.И.</b> Создание мегарегулятора: опыт Великобритании и России	68
О новеллах в законодательстве об аудиторской деятельности (материалы Комиссии по законодательству о финансовых рынках Ассоциации юристов России)	74

## Основные направления государственной денежно- кредитной политики на 2015–2017 гг.: оптимизм ориентиров ЦБ РФ



**Ершов Михаил Владимирович,**  
руководитель проекта —  
главный директор  
по финансовым исследованиям;  
Институт энергетики и финансов,  
доктор экономических наук  
[a\\_tanasova@fief.ru](mailto:a_tanasova@fief.ru)

**Ershov Mikhail Vladimirovich,**  
head of the project — Senior Director  
for Financial Studies,  
Institute of Energy and Finances,  
doctor of economic sciences



**Татузов Виктор Юрьевич,**  
старший аналитик  
Департамента финансового анализа;  
Институт энергетики и финансов,  
кандидат экономических наук  
[a\\_tanasova@fief.ru](mailto:a_tanasova@fief.ru)

**Tatuzov Viktor Yur'evich,**  
senior analyst, Department  
of Financial Analysis,  
Institute of Energy and Finances,  
candidate of economic sciences



**Танасова Анна Станиславовна,**  
заместитель руководителя  
Департамента финансового анализа,  
Институт энергетики и финансов,  
кандидат экономических наук  
[a\\_tanasova@fief.ru](mailto:a_tanasova@fief.ru)

**Tanasova  
Anna Stanislavovna,**  
deputy head, Department  
of Financial Analysis,  
Institute of Energy and Finances,  
candidate of economic sciences

За последние месяцы Банк России (далее — ЦБ РФ) выпустил две версии основных направлений денежно-кредитной политики на 2015–2017 гг. По тому, насколько вторая версия отличается от первой, можно судить и о том, насколько ситуация усложняется в целом. В новой версии документа ЦБ исходил не из трех вариантов, а уже из пяти, что связано с повышенной неопределенностью изменения внешних факторов. При этом условия и в базовом сценарии заложены более жесткие.

**Ключевые слова:** Банк России, денежно-кредитная политика, падение цен на нефть, монетизация экономики, инфляционное таргетирование.

Геополитическая ситуация за рубежом и внешнеэкономические условия в последние месяцы заметно изменились в связи с событиями в Украине, западными санкциями, ответными российскими мерами, падением цен на нефть и иными новыми факторами. С учетом неблагоприятных тенденций во внешнеэкономической и внутриэкономической сферах прогнозы по экономике РФ нередко пересматриваются в сторону ухудшения.

Хотя ЦБ РФ разработал новую среднесрочную **денежно-кредитную политику**, в прогнозах ЦБ РФ не совсем полно отражены многие важнейшие факторы. В частности, недостаточное внимание уделено неблагоприятному сценарию развития событий, когда снижение цен на нефть и другие негативные явления могут привести к рецессии в экономике РФ и необходимости проведения ощутимых антикризисных мер.

В принятом в ноябре текущего года тексте «**Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг.**» (далее — ЕДКП) представлены основные принципы, цели, инструменты и прогнозные ориентиры денежно-кредитной политики на 2015 г. и среднесрочную перспективу. Однако оправданность заложенных в прогноз параметров вызывает сомнения: документ в целом выглядит излишне оптимистическим и во многом механически копирует подходы предыдущих лет. В нем недостаточно полно учитывается ряд рисков, связанных, в частности, с тем, что в условиях **ограничения доступа российских**

**банков к зарубежным источникам фондирования** при кризисном ходе событий возможно обострение ситуации с банковской ликвидностью в экономике РФ. Из-за постоянно меняющихся условий (в том числе из-за продолжающегося снижения цен на нефть, а также появления в России и за рубежом новых прогнозов по ценам на нефть в 2014–2015 гг.) документ устарел уже в первые дни после его опубликования.

Документ разрабатывался в условиях, когда к прежним негативным факторам в экономике (замедление темпов роста, высокий уровень инфляции) добавились внешние препятствия (санкции западных стран). В этих условиях Банк России разработал **макроэкономические сценарии** (в пяти вариантах), которые, по его мнению, учитывали новые риски.

Однако в окончательном варианте ЕДКП (ноябрь 2014 г.) рассмотрение сценария более длительного влияния санкций и их воздействие на российскую экономику представляется явно недооцененным. В частности, как и в варианте более короткого действия санкций, так и в базовом варианте (где санкции длятся до конца 2017 г.) предполагается лишь минимальное отличие в приросте денежной базы, возможностей международного финансирования (т.е. доступа на международные финансовые рынки). В то же время прогнозируется, что чистый кредит банкам будет находиться на меньшем уровне при санкциях, чем без санкций. Даже объем экспорта в этих вариантах отличается лишь на 0,2% (!) в 2016 г. (табл. 1).

Таблица 1. Сравнение варианта базового (Пб), предполагающее более длительное действие санкций, и варианта с более коротким действием санкций (Па)

	2015		2016	
	Па	Пб базовый	Па	Пб базовый
Экспорт, млрд долл.	494	494	496	495
Источники формирования денежных ресурсов				
Чистые международные резервы, трлн руб.	13,6	13,6	13,3	13,1
Чистые внутренние активы, трлн руб.	4,2	4,2	3,3	3,3
Чистый кредит банкам, трлн руб.	6,7	6,7	7,3	7,1

Источник: «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг.». ЦБ РФ, ноябрь 2014 г.

### О макроэкономических прогнозах Банка России

По базовому варианту (П б) прогноза ЦБ РФ при снижении мировой цены на нефть марки «Юралс» со 102 долл./барр. в 2014 г. до 92–95 долл./барр. в 2015–2017 гг. реальные темпы прироста российского ВВП составят 0,3% в 2014 г.; 0,0% в 2015 г.; 0,1% в 2016 г. и 1,6% в 2017 г. (график 1).

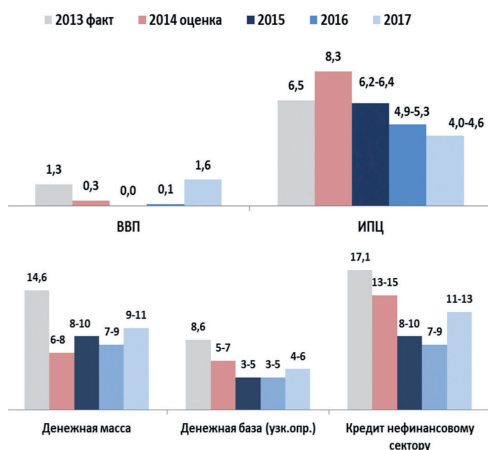


График 1. Основные показатели базового варианта прогноза Банка России (прирост, г/г, %)

Источник: «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг.». ЦБ РФ, ноябрь 2014 г.

При этом, согласно проекту ЕДКП, прогнозируется достаточно высокое сальдо торгового баланса (график 2).

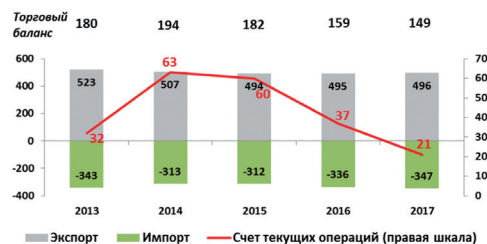
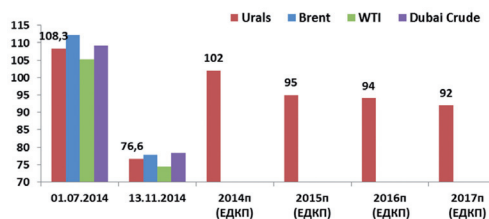


График 2. Прогнозируемые Банком России по базовому варианту некоторые показатели платежного баланса РФ (млрд долл. США)

Источник: «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг.». ЦБ РФ, ноябрь 2014 г.

Оправданность этих заложенных в прогноз параметров вызывает сомнения. Так, представляется, что как стартовый уровень цен на нефть, так и темпы их изменения в будущем могут отличаться от заложенных в ЕДКП. Так, за последние месяцы наблюдается устойчивое снижение цены на нефть, причем для сорта «Юралс» отмечается падение со 108 долл./барр. на 01.07.2014 г. до 77 долл./барр. на 13.11.2014 г. (график 3).



**График 3. Мировые цены на нефть в 3-м квартале 2014 г. и ориентиры ЦБ РФ\* на 2015–2017 гг. (долл./барр.)**

\* По базовому (II b) варианту прогноза в проекте ЕДКП.

Источник: «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг.». ЦБ РФ, ноябрь 2014 г., [nefttrans.ru](http://nefttrans.ru)

Ухудшение глобальной геополитической и макроэкономической ситуации и соответствующее падение цен на нефть нашли отражение в новых зарубежных экономических прогнозах в октябре — ноябре 2014 г.:

— **Управление энергетической информации США (EIA)** в ноябре уменьшило прогноз по цене на нефть

на 2015 г. для сорта Brent со 102 до 84 долл./барр.<sup>1</sup>;

— **Международное энергетическое агентство (МЭА)** в октябре понизило прогноз мирового спроса на нефть в 2015 г. на 300 тыс. барр. в сутки, что свидетельствует о возможном сохранении сравнительно невысокого сегодняшнего уровня цен на нефть в 2015 г.<sup>2</sup>

С учетом неблагоприятных тенденций во внешнеэкономической и внутриэкономической сферах прогнозы по экономике РФ пересматриваются в сторону ухудшения. Так, в октябре 2014 г. **Morgan Stanley** прогнозирует (в основном сценарии) реальное падение ВВП РФ в 2015 г. на уровне около 0,5% (вместо роста на 1,9%, ожидавшегося в сентябре 2014 г.)<sup>3</sup>.

Morgan Stanley в октябре 2014 г. разработал три варианта макроэкономических, финансовых и денежно-кредитных показателей, прогнозируемых в России в 2015 г. (в зависимости от цен на нефть). Обращает на себя внимание, в частности, что Morgan Stanley ожидает сохранения или роста ключевой ставки ЦБ РФ (табл. 2).

**Таблица 2. Макроэкономические, финансовые и денежно-кредитные показатели РФ по трем сценариям Morgan Stanley (октябрь 2014 г.) на 2015 г.**

Цена на нефть (Brent), долл./барр.	95 долл./барр. <sup>4</sup>	80 долл./барр.	50 долл./барр.
Текущий баланс, % от ВВП	2,5 (профицит)	1,5 (профицит)	2 (дефицит)
Падение ВВП, %	свыше 0,5	2	6
Инфляция (ИПЦ), %	6,9	9	13–15
Денежно-кредитная политика	Стабильные ключевые ставки ЦБ РФ, свободное плавание рубля	С целью стабилизации курса и инфляции ожидается рост ключевой ставки ЦБ РФ примерно на 0,5%, интервенции для поддержки валютного курса	С целью стабилизации курса и инфляции ожидается рост ключевой ставки ЦБ РФ примерно на 0,5–1%, интервенции для поддержки валютного курса
Дефицит бюджета, % от ВВП	0,8	2	5

Источник: составлено по: Morgan Stanley: *The Global Macro Analyst*. 22.10.2014.

<sup>1</sup> URL: <http://ria.ru/economy/20141112/1033030965.html#ixzz3J30SXodJ>

<sup>2</sup> URL: <http://itar-tass.com/ekonomika/1555302>

<sup>3</sup> URL: <http://interfax.ru/business/395648>

<sup>4</sup> Этот сценарий при цене на нефть около 95 долл./барр. близок к разработанному ранее основному варианту прогноза Morgan Stanley (при цене на нефть около 100 долл./барр.).

**Некоторые аспекты денежной программы и инфляционного таргетирования**

ЦБ РФ при определении ориентиров по ежегодному приросту денежной массы (M2) и кредита экономике во многом учитывал, что в 2015 г. предполагается завершение перехода к режиму **таргетирования инфляции**, в рамках которого планируется обеспечение стабильно низких темпов роста цен. По прогнозам ЦБ РФ, до конца 2014 г. инфляция будет превышать 8%, причем важнейшей целью Банк России считает снижение инфляции до 4% в среднесрочной перспективе.

По словам главы ЦБ РФ Э. Набиуллиной, режим инфляционного таргетирования «успешно применяется многими развитыми странами и странами с формирующимися рынками»<sup>5</sup>. «Обычно в рамках режима таргетирования инфляции воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки»<sup>6</sup>. При этом планируется переход к плавающему валютному курсу<sup>7</sup>. В документе подчеркивается, что ЦБ РФ обеспечивает достижение цели по инфляции «прежде всего путем воздействия на цену денег в экономике — процентные ставки», тогда как «переход к плавающему курсу означает отказ от интервенций в целях поддержания курса на определенном уровне либо сглаживания его волатильности»<sup>8</sup>.

Однако следует учитывать, что увеличение роли процентных ставок и переход к плавающему валютному курсу способны вести к нежелательному повышению стоимости кредита, создающему дополнительные угрозы для промышленности и сельского хозяйства, а также к повышенной волатильности на валютном рынке (в частности, к возникновению периодов резких падений курса рубля). «Одним из основных внутрен-

них рисков прогноза является достаточно жесткий ориентир по инфляции, таргетируемой Банком России. В условиях высокой зависимости инфляции от ослабления обменного курса и других факторов со стороны издержек, форсированные меры по подавлению инфляции будут требовать дальнейшего сохранения высоких процентных ставок, что приведет к сокращению объемов банковского кредитования, что снизит экономическую активность»<sup>9</sup>, — говорится в материалах Министерства экономического развития РФ (далее — МЭР). Не случайно глава МЭР А. Улюкаев призвал «отказаться от избыточно агрессивных целей по инфляционному таргетированию»<sup>10</sup>.

Нельзя игнорировать, что ужесточение денежно-кредитной политики и переход к инфляционному таргетированию в известной мере являются формой реализации подходов, которые начали использовать в ряде стран. Так, согласно обзору мировой экономики МВФ (апрель 2014 г.), «при значительном снижении обменного курса может потребоваться некоторое ужесточение денежно-кредитной политики, чтобы предотвратить устойчивое повышение инфляции»<sup>11</sup>. В этой связи решение ЦБ РФ (31 октября 2014 г.) о повышении ключевой ставки до 9,5% не стало неожиданным, хотя оно вызывает удивление с точки зрения его возможных негативных эффектов (в первую очередь нежелательного повышения стоимости кредита, создающего дополнительные риски для промышленности и сельского хозяйства).

Заслуживает внимания тот факт, что еще в 2007 г. Банком России отмечалось: «Для введения инфляционного таргетирования в полном объеме Банку России потребуется перейти к режиму свободно плавающего валютного курса, а также реализовать меры, направленные на использо-

<sup>5</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг. ЦБ РФ. 2014. Ноябрь. С. 5.

<sup>6</sup> Там же. С. 40.

<sup>7</sup> Там же. С. 5.

<sup>8</sup> Там же. С. 4.

<sup>9</sup> Прогноз социально-экономического развития РФ на 2015 г. и плановый период 2016 и 2017 гг. МЭР, 2014. С. 75.

<sup>10</sup> Улюкаев А. Сочи. 19.09.2014. URL: <http://vestifinance.ru/articles/47162>

<sup>11</sup> Перспективы развития мировой экономики. МВФ. 2014. Апрель. С. 26.

вание процентной ставки в качестве главного инструмента денежной политики, выполняющего сигнальную функцию и влияющего на монетарные условия функционирования экономики»<sup>12</sup>.

В 2008 г. ЦБ РФ, формулируя ориентиры на 2009–2011 гг., подчеркивал: «Банк России намерен в указанный период в основном завершить переход к режиму таргетирования инфляции»<sup>13</sup>. При этом Банк России по первому варианту прогноза на 2009 г. ожидал, что при цене на нефть марки «Юралс» около 66 долл./барр. реальный прирост ВВП достигнет 5,7%<sup>14</sup>. Фактически в 2009 г. среднегодовая цена на нефть «ЮРАЛС» составила 61 долл./барр. (т.е. ниже ориентира всего на 8%), однако наблюдалось диаметрально противоположное: вместо ощутимого роста произошло существенное падение реального ВВП (на 7,9%). Таким образом, в 2008–2009 гг. действительность уже показала несостоятельность как необоснованного оптимизма при прогнозировании, так и риски форсированного перехода к режиму таргетирования инфляции (при неблагоприятной внутриэкономической и внешнеэкономической конъюнктуре).

В 2015–2017 гг. Банк России предполагает постоянный мониторинг фактических показателей и их соответствия прогнозируемым ориентирам. Как отмечается в ЕДКП, оценка и уточнение параметров макроэкономического прогноза будет проводиться Банком России на регулярной основе в ежеквартальном «Докладе о денежно-кредитной политике». В очередном выпуске этого доклада, в частности, подчеркивалось, что «годовые темпы прироста денежной

массы (денежного агрегата M2) и кредита экономике в период с 2015 по 2017 г. составят 9–13%»<sup>15</sup>. При этом в ЕДКП представлены несколько более широкие ориентиры — в нем прогнозируется (в зависимости от варианта) ежегодный прирост денежной массы (M2) — примерно 7–15%; кредита нефинансовым организациям и населению — около 6–16%.

Согласно ЕДКП, кредитование экономики будет основным источником роста широких денежных агрегатов: по основному варианту рост денежной базы будет происходить за счет изменения чистых внутренних активов при снижающихся чистых международных резервах. Хотя ведущая роль внутренних источников формирования денежной базы — это позитивный фактор, но в то же время умеренные темпы роста денежных агрегатов и кредитования банков со стороны ЦБ РФ представляются недостаточными. Так, по оценкам ЦБ РФ (октябрь 2014 г.), банкам и компаниям предстоит выплатить около 100 млрд долл. в 2015 г. Это эквивалентно примерно 40% денежной базы рубля.

Средства на выплату внешних долгов, вероятно, в разной форме будут изыматься с внутреннего рынка. Все это уменьшит и без того низкий уровень монетизации российской экономики (47%, M2/ВВП), который в настоящее время значительно ниже, чем в ведущих странах (часто превышает 100%). Так, по оценкам советника Президента РФ С.Ю. Глазьева, оптимальный ориентир по ежегодному росту денежной массы (M2) составляет 20–30%, что существенно выше ориентиров ЕДКП (7–15%)<sup>16</sup>.

Таким образом, все чаще звучат критические замечания в адрес ЦБ РФ (в том числе со стороны российских участников рынка). Эти замечания касаются как качественных характеристик планируемой среднесрочной денежно-кредитной политики (например, ускоренного перехода

<sup>12</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 г. ЦБ РФ. С. 3.

<sup>13</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг. ЦБ РФ. С. 3.

<sup>14</sup> Подробнее см.: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг. ЦБ РФ.

<sup>15</sup> Доклад о денежно-кредитной политике. ЦБ РФ. 2014. № 3. С. 32.

<sup>16</sup> Оценки советника Президента РФ С.Ю. Глазьева, представленные в ходе парламентских слушаний в Госдуме РФ 22.09.2014 г.

к инфляционному таргетированию и режиму плавающего валютного курса), так и количественных ориентиров.

В условиях **ограничения доступа банков РФ к зарубежным источникам фондирования** при кризисном развитии макроэкономической ситуации возможно ожидать обострения ситуации с банковской ликвидностью. С учетом трудностей при рефинансировании внешних займов это, вероятно, привело бы к переориентации на внутренние источники фондирования, т.е. к заметному приросту счетов и депозитов. При сравнительно небольшом изменении кредитного портфеля (и соответствующих низких финансовых результатах), это способно создать проблемы с источниками средств для выплаты относительно высоких процентов по вкладам. При кризисном развитии событий также могут появиться негативные угрозы, вызванные нестабильностью региональных банков. Кроме того, вероятно, может произойти дальнейшее сокращение количества кредитных организаций (в первую очередь мелких, не связанных с государством или иностранным капиталом).

При самом неблагоприятном ходе событий возможно развитие процессов кризисного характера: дальнейший рост просроченной задолженности и увеличение объема резервов на возможные потери по ссудам; заметное ухудшение финансовых результатов многих банков; усиление дифференциации среди кредитных учреждений и т.д. При этом наибольшие потери могут понести банки, ориентированные на розницу, так как при кризисном развитии ситуации способно преимущественно пострадать кредитование физических

лиц, снижение темпов которого, судя по опыту 2009 г., в кризисных условиях не удастся компенсировать за счет кредитования юридических лиц.

Несмотря на растущие угрозы, ЕДКП не предусматривает никаких специальных мер денежно-кредитной политики по предотвращению рисков перехода стагнации в рецессию, а также никаких возможных мероприятий антикризисного характера (в случае неблагоприятного хода событий).

В целом официальные прогнозы по макроэкономическим и денежно-кредитным показателям пока выглядят излишне оптимистичными, т.е. недостаточно учитывающими возможность дальнейшего углубления негативных процессов в экономике РФ.

#### **Литература**

1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг. ЦБ РФ. 2014. Ноябрь.
2. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг. (проект ЦБ РФ от 29.09.2014 г.).
3. Доклад о денежно-кредитной политике. ЦБ РФ. 2014. № 3. С. 32.
4. Прогноз социально-экономического развития РФ на 2015 г. и плановый период 2016 и 2017 гг. МЭР, 2014. С. 75.
5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг. ЦБ РФ.
6. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 г. ЦБ РФ.
7. Перспективы развития мировой экономики. МВФ. 2014. Апрель.
8. Morgan Stanley: The Global Macro Analyst. 22.10.2014.