

М.Ю. Головнин

ИЭ РАН, МШЭ МГУ им. М.В. Ломоносова, Москва

Денежно-кредитная политика России в условиях кризиса

В статье анализируются вызовы для денежно-кредитной политики России в 2014–2015 гг., связанные с усилением воздействия внешних шоков на российскую экономику. Показано, что переход к свободно плавающему валютному курсу и режиму инфляционного таргетирования в конце 2014 – начале 2015 г. был сопряжен с усилением финансовой нестабильности и ограничением возможностей антикризисного потенциала денежно-кредитной политики. Предлагаются практические рекомендации, направленные на совершенствование денежно-кредитной политики в современных условиях, связанные в первую очередь с переходом к ограниченно дискреционной политике, усиление регулирования валютного курса и введение отдельных ограничений на трансграничное движение капиталов.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, внешние шоки, экономический кризис, инфляционное таргетирование, регулирование валютного курса, ограничения на трансграничное движение капиталов.

Классификация JEL: E52, F41.

Модель денежно-кредитной политики в России между кризисами (2010–2013 гг.)

Глобальный экономический и финансовый кризис Россия встретила с моделью денежно-кредитной политики, фактически ориентированной на таргетирование валютного курса и одновременное сдерживание инфляции, которое осуществлялось с помощью мер бюджетно-налоговой политики (Некипелов, Головнин, 2010, с. 10). Как известно, поддержание валютного курса во время кризиса привело к значительным потерям валютных резервов Центрального банка: за период с сентября 2008 г. по январь 2009 г. чистые продажи долларов США составили 177,5 млрд долл., а евро – 23,5 млрд евро. Одновременно Банк России оказывал значи-

тельную поддержку банковской системе, одним из основных инструментов которой были возобновившиеся операции репо. За период с сентября 2008 г. по февраль 2009 г. были проведены операции прямого репо (различных сроков) на сумму 28,7 трлн руб. (рис. 1).

После окончания острой фазы воздействия глобального экономического и финансового кризиса Центральный банк России начал одновременно осуществлять более прозрачную валютную политику, объявив в явном виде границы валютного коридора, и сокращать степень регулирования валютного курса. В конце февраля 2009 г. ширина плавающего коридора составляла 2 руб., затем она постепенно увеличивалась и в конце июля 2012 г. достигла 7 руб. Об ослаблении регулирования валютного курса свидетельствует и политика проводив-

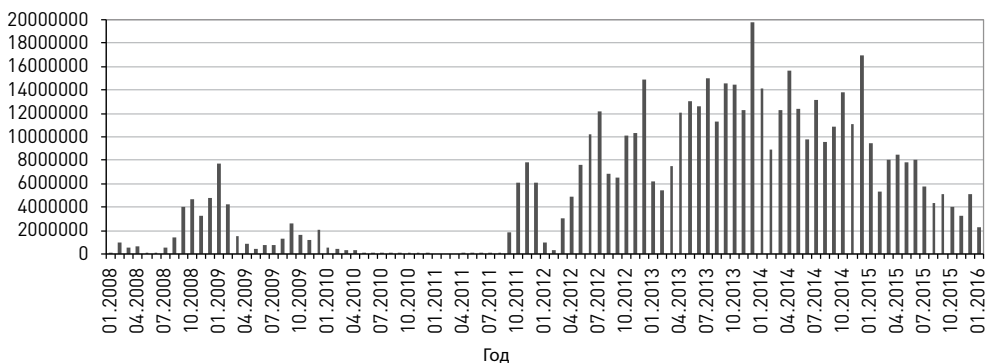


Рис. 1

Объемы операций репо, осуществленных через аукционы, в 2008–2015 гг., млн руб.

Источник: Центральный банк РФ (http://cbr.ru/hd_base/default.aspx?prttdir=repoauctionparam&pid=idkp_br&sid=ITM_12188).

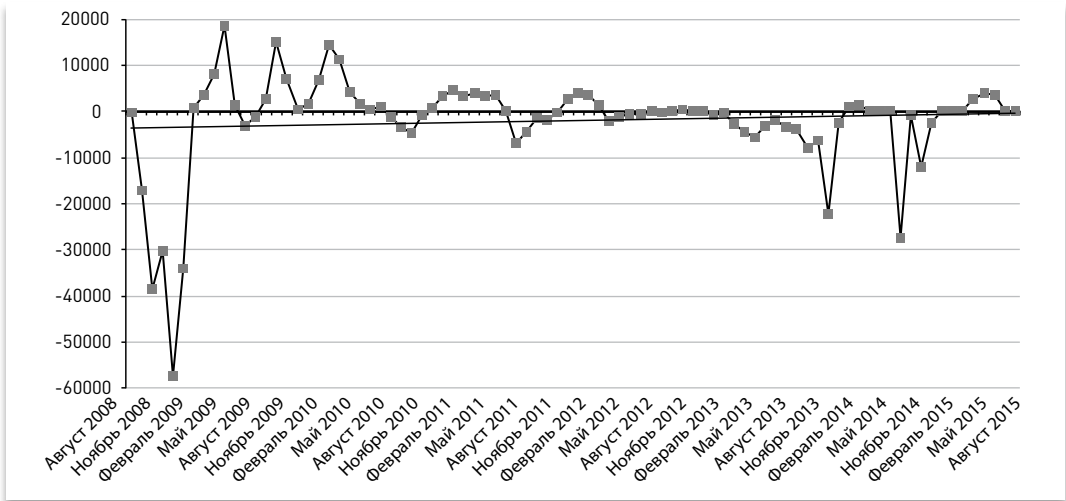


Рис. 2

Чистая покупка долларов США Банком России в 2008–2015 гг., млн долл.

Источник: Центральный банк РФ (http://cbr.ru/hd_base/?PrtId=valint).

шихся валютных интервенций (рис. 2). К лету 2010 г. объемы валютных интервенций существенно сократились, а с лета 2012 г. по весну 2013 г. они были сведены к минимуму.

Роль основного инструмента денежно-кредитной политики перешла к операциям прямого репо, объемы которых резко выросли к концу 2011 г. (см. рис. 1). Тем самым Центральный банк стремился повысить роль процентных ставок в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики. На это была направлена и реформа системы процентных ставок, проведенная 13 сентября 2013 г., в результате которой в качестве ключевой ставки была выделена ставка по операциям репо со сроком 1 неделя (Годовой отчет..., 2014, с. 55).

Перечисленные меры имели целью переход к режиму инфляционного таргетирования в России, который был заявлен уже давно, но существенные практические шаги по его реализации начались как раз в указанный период. Преимущества режима инфляционного таргетирования, который получил широкое распространение в развитых странах, для стран с формирующимися рынками неочевидны. Более того, усилилась его критика и в самих развитых странах. Она была связана с тем, что инфляционное таргетирование не учитывает возникновения пузырей на финансовых рынках и может привести к излишне жесткой реакции центральных банков в случае

внешних ценовых шоков (Frankel, 2012). Для стран с формирующимися рынками переход к режиму таргетирования инфляции означает снижение внимания денежных властей к динамике валютного курса, вплоть до перехода к его свободному плаванию². Вместе с тем валютный курс в этой группе стран играет особую роль. Она связана с ограничением возможностей заимствования в национальной валюте как на внешних рынках, так отчасти и внутри национальной экономики; с долларизацией активов и влиянием динамики валютного курса на инфляцию. Кроме того, странам с формирующимися рынками сложнее определить оптимальный темп инфляции (Полтерович, 2006).

Внешние шоки и денежно-кредитная политика

До 2014 г. на возникновение отдельных внешних шоков, создававших давление на валютном рынке, Банк России реагировал умеренными интервенциями в поддержку курса национальной валюты (см. рис. 2). Эти шоки были связаны с европейским долговым кризисом, снижением рейтингов агентством Standard&Poors кредитного рейтинга США (в августе 2011 г.), объявлениями и последующим началом отмены политики количественного смягчения в США (с мая 2013 г.).

В ситуации постепенного замедления темпов экономического роста российская экономика столкнулась в 2014 г. с серией внеш-

² Справедливости ради отметим, что по состоянию на конец апреля 2014 г. среди стран с формирующимися рынками, применяющих режим таргетирования инфляции, лишь в трех (Польша, Чехия и Мексика) действовал режим свободно плавающего валютного курса. Ряд стран (Чехия, Армения, Гватемала, Доминиканская Республика) сочетали инфляционное таргетирование с различными видами таргетирования валютного курса (IMF Annual Report, 2014).

них шоков, которые резко увеличили степень неопределенности при принятии решений экономическими агентами. К этим шокам относились:

1) усиление влияния на российский валютный рынок мер, направленных на отмену политики количественного смягчения в США (январь 2014 г.);

2) политический кризис в Украине, связанное с ним присоединение Крыма к России и введение первых санкций со стороны США и ЕС в отношении России (март 2014 г.);

3) введение секторальных санкций (в том числе финансовых) со стороны США, ЕС и ряда других развитых стран (июль 2014 г.) и их ужесточение (сентябрь 2014 г.);

4) падение цен на нефть на мировых рынках (с июля до конца 2014 г.).

В результате экономика России оказалась под одновременным воздействием и торгового шока (падение цен на нефть), и остановки потоков капитала (sudden stop) в результате применения финансовых санкций. Отток капитала происходил как по линии роста активов (прямых и портфельных инвестиций за границу, чистое приобретение иностранной валюты), так и по линии чистого погашения обязательств (прежде всего по прочим инвестициям).

Следует отметить усиление долларизации российской экономики, проявлявшееся, в частности, в виде увеличения чистых покупок наличной иностранной валюты (рис. 3). Если за 2013 г. чистые покупки наличной иностранной валюты населением в уполномоченных банках составили 23,7 млрд долл., то в 2014 г. – 40,2 млрд долл.

Наиболее значительным было давление на валютном рынке России осенью 2014 г., когда в полной мере проявилось кумулятивное действие всех перечисленных выше внешних шоков и уровень неопределенности для экономических агентов резко возрос. В этот период политика Центрального банка отличалась непоследовательностью. В рамках стратегии перехода к инфляционному таргетированию с июля по сентябрь 2014 г. он отказался от валютных интервенций, но при этом провел значительные интервенции в поддержку курса рубля в октябре 2014 г. (см. рис. 2). В ситуации сохраняющегося давления на валютном рынке Центральный банк в ноябре 2014 г. объявляет о фактически досрочном введении режима свободно плавающего курса рубля (которое было запланировано на начало 2015 г.). Формально эти действия объяснялись необходимостью перехода к инфляционному таргетированию; фактически же было признано, что Центральный банк не готов идти на дальнейшее расходование валютных резервов для поддержания курса рубля.

На декабрь 2014 г. приходился пик выплат по внешнему долгу: по оценкам Центрального банка (от июля 2014 г.), в декабре выплаты по основному долгу должны были составить 30,3 млрд долл. Таким образом, не вызывает удивления, что в условиях фактически перекрытых каналов внешнего рефинансирования и возникшей на российском валютном рынке паники, когда Центральный банк не задавал никаких ориентиров по валютному курсу, произошло его резкое падение. По отношению к декабрю 2013 г. номинальный курс рубля к доллару

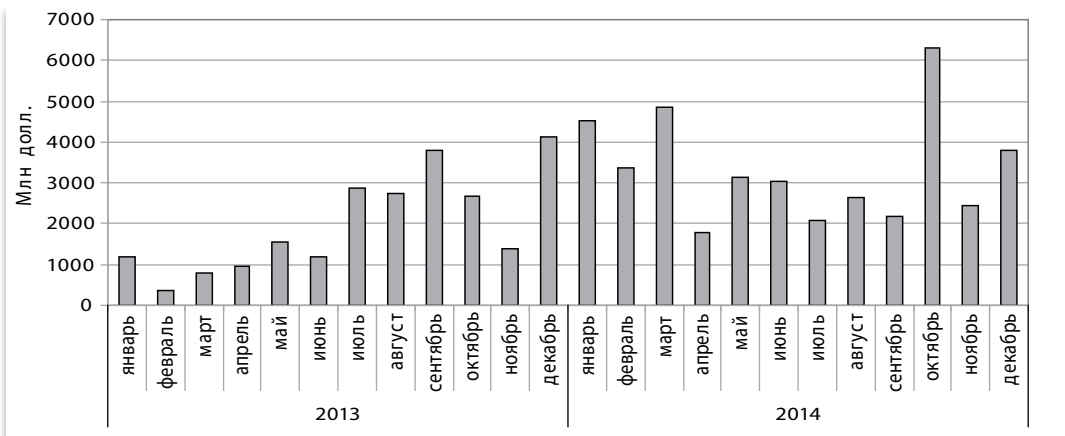


Рис. 3

Чистая покупка населением наличной иностранной валюты в 2013–2014 гг., млн долл.

Источник: рассчитано на основе данных Центрального банка РФ (http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/for_exch_14.htm&pid=finr&sid=inv_1).

США снизился в декабре 2014 г. на 40,6%, а к евро – на 34,1%.

Падение валютного курса привело к росту темпа инфляции в 2015 г., что противоречило поставленным самим же Центральным банком целям. На рис. 4 отчетливо видно, что рост темпов инфляции в 2014 – начале 2015 г. происходил на фоне снижения динамики монетарных показателей (как денежной базы, так и денежной массы). Основное влияние на него оказывала динамика валютного курса.

Помимо роста инфляции падение валютного курса привело и к другим проблемам для российской экономики. В первую очередь следует отметить проблемы, связанные с финансовой стабильностью. В результате резкого изменения курса риск неплатежеспособности заемщиков в иностранной валюте резко повысился, что поставило под угрозу банковскую систему. Вкладчики утратили доверие к ряду банков, и фактически в самом конце 2014 г. начался «набег на банки». Следует отметить, что Банку России удалось сохранить стабильность банковского сектора, увеличив предоставление ему средств по линии как стандартных операций прямого репо (см. рис. 1), так и кредитов под залог нерыночных активов (Основные направления..., 2015, с. 27). Также было смягчено банковское регулирование, позволившее повысить уровень достаточности банковского капитала, и введен новый кредитный инструмент Центрального банка в иностранной валюте, залогом по которому выступают валютные требования кредитных организаций (Обзор финансовой стабильности..., 2015, с. 17).

Кроме того, как известно, Центральный банк в качестве ответа на давление на валютном рынке во второй половине 2014 г.

повысил ключевую процентную ставку, резко подняв ее 16 декабря до 17%. Тем самым произошло резкое ужесточение денежно-кредитной политики в условиях входившей в кризис под влиянием внутренних и внешних факторов экономики.

В сложившейся ситуации Центральный банк РФ оказался перед дилеммой – снижение ставки создало бы давление на валютный курс, а высокая ставка подавляла экономическую активность. Хотя она привлекла в краткосрочном периоде вкладчиков в банковскую систему, однако возможности размещения активов под подобную ставку в условиях начавшегося экономического спада были весьма ограничены и устойчиво сокращались.

Возникает вопрос, а были ли у Центрального банка РФ альтернативные варианты проведения денежно-кредитной политики в сложившихся к концу 2014 г. условиях. Мы разделяем точку зрения ряда российских экономистов (Гринберг, 2015, с. 8; Некипелов, 2015, с. 208), что такая альтернатива была, и она заключалась во введении ограничений на трансграничное движение капитала. Следует отметить, что в целом отношение к возможности использования ограничений трансграничного движения капитала существенно поменялось после глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг. Появились работы, в том числе исследователей Международного валютного фонда, свидетельствующие о возможных положительных эффектах от введения ограничений на трансграничное движение капитала (см., например, (Vaba, Kokenyue, 2011; Korinek, 2011).

В 2015 г. Центральный банк начал снижать процентные ставки, доведя ключевую

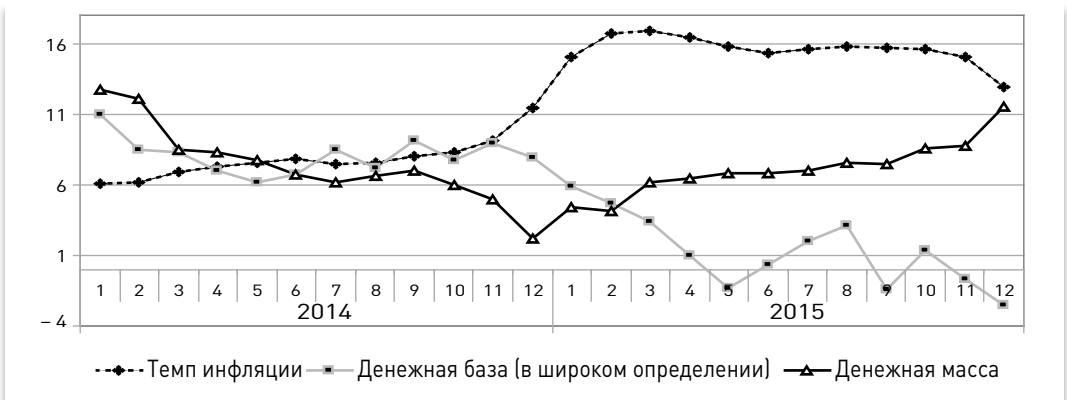


Рис. 4

Темпы инфляции и прирост денежных индикаторов в России в 2014–2015 гг., % к соответствующему месяцу предыдущего года

Источники: данные Центрального банка РФ и расчеты автора на их основе.

ставку в августе 2015 г. до 11%. Однако при этом объемы поддержки банковской системы сокращались (см. рис. 1), что привело к негативной динамике денежной базы (см. рис. 4). Тем самым продолжала существовать дилемма, перед которой оказался Центральный банк: необходимость достижения цели по инфляции сталкивалась с необходимостью поддержания финансовой стабильности и оживления экономической активности. При этом продолжалось действие негативных внешних шоков, имевших как постоянный (финансовые санкции), так и временный характер (падение фондового рынка Китая и цен на нефть летом 2015 г. и в начале 2016 г.).

Предложения для развития денежно-кредитной политики в условиях кризиса

С учетом сложившейся экономической ситуации нам представляется важным выделить некоторые основные позиции, касающиеся перспектив проведения денежно-кредитной политики в условиях экономического кризиса.

1. Представляется необходимым смягчение денежно-кредитной политики, хотя мы при этом не призываем к радикальному снижению ставки процента или неограниченному наращиванию кредитования банковской системы. Представляются необходимым постепенное снижение ключевой ставки на несколько процентных пунктов и в то же время рост объемов предоставления ликвидности банковской системе. При этом вряд ли целесообразно вводить селективные инструменты денежно-кредитной политики, направленные на масштабное кредитование отдельных отраслей экономики. Структурная политика, безусловно, важна, но ее основными инструментами выступают бюджетно-налоговая политика и использование банков развития.

2. Для российской экономики особую роль играет регулирование валютного курса по тем же отмеченным выше причинам, что и для других стран с формирующимися рынками. Подтверждением этому, в частности, служат угрозы для финансовой стабильности, возникающие при резком падении валютного курса. В современных условиях возврат к явному таргетированию валютного курса (например, в форме валютного коридора) вряд ли возможен, но неявное обеспечение стабильности валютного курса необходимо.

3. Возникает вопрос относительно действующего режима денежно-кредитной политики. Россия явно не готова к переходу на режим инфляционного таргетирования. Более

того, заявленная Центральным банком чрезмерно амбициозная цель – достижение темпа инфляции в 4% на 2017 г. (Основные направления..., 2015, с. 6) либо не будет достигнута (и тем самым будет очередной раз подорвано доверие к Центральному банку), либо ценой ее достижения станет углубление экономического спада. На наш взгляд, в современных российских условиях адекватной стоящим перед российской экономикой задачам является ограничение дискреционной политики, направленная на отслеживание динамики различных макроэкономических показателей (темпов экономического роста, динамики валютного курса, инфляции, процентных ставок и др.) (Некипелов, 2015, с. 208).

4. Как отмечалось выше, для расширения свободы маневра Центральному банку РФ целесообразно ввести отдельные ограничения трансграничного движения капиталов. В период нестабильности на валютном рынке целесообразно вернуться к обязательной репатриации и 100%-ной продаже экспортной валютной выручки, а также ввести лицензирование операций по вывозу капитала. Кроме того, представляется целесообразным более активно использовать регулирование открытой валютной позиции, устанавливая более высокие нормативы резервных требований к пассивам в иностранной валюте внутри страны и привлекаемым из-за рубежа, а также ввести постоянный налог на трансграничные финансовые операции (налог Тобина) и др. Специальной важной задачей введения подобных ограничений является борьба с процессами долларизации национальной экономики.

ЛИТЕРАТУРА

- Годовой отчет 2013 (2014). М.: Центральный банк Российской Федерации. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://cbr.ru/publ/God/ar_2013.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Гринберг Р.С.** (2015). Из кризиса не выйти без смены модели экономической политики (интервью) // *Вестник Института экономики Российской академии наук*. № 1. С. 7–9.
- Некипелов А.Д.** (2015). О ресурсном проклятии и его влиянии на тактику и стратегию экономического развития // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 2. С. 205–210.
- Некипелов А.Д., Головин М.Ю.** (2010). Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового эко-

номического кризиса // *Вопросы экономики*. № 1. С. 4–20.

- Обзор финансовой стабильности: IV квартал 2014 – I квартал 2015 (2015). М.: Центральный банк Российской Федерации. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://cbr.ru/publ/Stability/fin-stab-2014-15_4-1r.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов (2015). М.: Центральный банк РФ. Одобрено Советом директоров Банка России 10.11.2015 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://cbr.ru/publ/ondkp/on_2016%282017-2018%29.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Полтерович В.М.** (2006). Снижение инфляции не должно быть главной целью экономической политики Правительства России. В: “*Записка в Правительство Российской Федерации*”. 2 апреля 2006 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.cemi.rssi.ru/publication/e-publishing/2006-1.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Baba Ch., Kokenyne A.** (2011). Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s. IMF Working Paper No. 281.
- Frankel J.** (2012). The Death of Inflation Targeting. [Электронный ресурс] // *Project Syndicate*. May 16. Режим доступа: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения февраль 2016 г.).
- IMF Annual Report 2014 (2014). Appendix II Financial Operations and Transactions. Washington: International Monetary Fund.
- Korinek A.** (2011). The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons. IMF Working Paper No. 298.
- REFERENCES (with English translation or transliteration)
- Annual Report 2013 (2014). Moscow: Central Bank of Russia. Available at: http://cbr.ru/Eng/publ/God/ar_2013_e.pdf (accessed: February 2016).
- Baba Ch., Kokenyne A.** (2011). Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s. IMF Working Paper No. 281.
- Financial Stability Review 2014 Q4 – 2015 Q1 (2015). Moscow: Central Bank of Russia. Available at: http://cbr.ru/Eng/publ/Stability/fin-stab-2014-15_4-1_e.pdf (accessed: February 2016).
- Frankel J.** (2012). The Death of Inflation Targeting. *Project Syndicate* May 16. Available at: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting> (accessed: February 2016).
- Grinberg R.** (2015). In Nowise to Leave the Crisis without Economic Policy Model change (Interview). *Vestnik Instituta Ekonomiki Rossiiskoi Akademii Nauk* 1, 7–9 (in Russian).
- Guidelines for the Single State Monetary Policy in 2016 and for 2017 and 2018 (2015). Moscow: Central Bank of Russia. Available at: http://cbr.ru/Eng/publ/ondkp/on_16-eng.pdf (accessed: February 2016).
- IMF Annual Report 2014 (2014). Appendix II Financial Operations and Transactions. Washington: International Monetary Fund.
- Korinek A.** (2011). The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons. IMF Working Paper No. 298.
- Nekipelov A.** (2015). On the Resource Curse and its Effect on Tactics and Strategy of Economic Development. *Journal of the New Economic Association* 2, 205–210 (in Russian).
- Nekipelov A., Golovnin M.** (2010). Strategy and Tactics of Monetary Policy During Global Economic Crisis. *Voprosy Ekonomiki* 1, 4–20 (in Russian).
- Polterovich V.** (2006). Decrease of Inflation Should Not Be the Main Goal of the Government. In: “*Note to the Russian Government*”. April, 2-nd, 2006. Available at: <http://www.cemi.rssi.ru/publication/e-publishing/2006-1.pdf> (accessed: February 2016, in Russian).

Поступила в редакцию 16 февраля 2016 года

M.Yu. GolovninInstitute of Economics, Russian Academy of Sciences; Lomonosov Moscow State University,
Moscow School of Economics, Moscow, Russia**Monetary Policy in Russia During the Crisis**

The author analyzes the challenges for monetary policy in Russia in 2014–2015, related to the strengthening of the impact of external shocks on the Russian economy. It is shown that the transition to a freely floating exchange rate and inflation targeting regime in late 2014 – early 2015 was fraught with increased financial instability and limitation of anti-crisis role of monetary policy. Practical recommendations on improvement of monetary policy in current Russian conditions are offered, including the transition to a limited discretionary policy, strengthening of the exchange rate policy and the introduction of certain restrictions on the cross-border capital flows.

Keywords: *monetary policy, external shocks, economic crisis, inflation targeting, exchange rate policy, restrictions on cross-border capital flows.*

JEL Classification: E52, F41.

Е. Т. ГурвичЭкономическая экспертная группа, Научно-исследовательский
финансовый институт, Москва**Эволюция российской макроэкономической
политики в трех кризисах**

Работа содержит сравнительный анализ макроэкономической политики, проводившейся накануне и в ходе трех финансовых кризисов, через которые прошла российская экономика (в 1998, 2008–2009 и 2014–2015 гг.). Для косвенной характеристики эффективности различных вариантов политики сопоставляются масштабы негативных шоков, ресурсы, использованные правительством и центральным банком в кризисные периоды, и зафиксированные последствия в виде спада производства, роста безработицы и т.п. На основе результатов анализа предлагается краткое описание основных моментов эволюции монетарной и бюджетной политики за почти двадцатилетний период, покрываемый анализом. По мнению автора, если в ходе двух первых кризисных эпизодов власти пытались сохранить неизменными макроэкономические параметры, несмотря на кардинальное изменение фундаментальных условий, то в рамках текущего кризиса приоритетом стал скорейший переход к новому равновесию, соответствующему изменившимся условиям. Результаты проведенного анализа иллюстрируют преимущества нового подхода.

Ключевые слова: *финансовый кризис, политика обменного курса, бюджетная политика, российская экономика.*

Классификация JEL: E5, G01, H6.

В 2014–2015 гг. российская экономика испытала серию шоков. В середине 2014 г. были введены секторальные санкции, наиболее чувствительными из которых стали ограничения кредитования крупнейших российских банков и ряда компаний. По оценкам (Гурвич, Прилепский, 2016), финансовые санкции привели к снижению чистого притока капитала в Россию на величину порядка 2,5–3,0% ВВП. Вторым шоком стало трехкратное падение цен на нефть (со 112 долл./баррель в середине 2014 г. до 38 долл./баррель в конце 2015 г.). В результате выручка от экспорта углеводоро-

дов упала примерно на 150 млрд долл. в год (т.е. более чем на 10% текущего объема ВВП).

Переживаемый финансовый кризис имеет много общего с кризисами 1998 г. и 2008–2009 гг.: во всех случаях их основная причина состояла в резком падении цен на нефть. Все эпизоды были сопоставимы по масштабам снижения цен, хотя различались продолжительностью. В табл. 1 представлены оценки годового падения цен на нефть и времени до начала их роста. Первый показатель условно определяется по наибольшему годовому снижению средней цены за скользящие 12 мес., второй – по