

УДК 336.711

СБАЛАНСИРОВАННАЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В РОССИИ: МИФЫ И РЕАЛЬНОСТЬ

ПОЛОНСКИЙ АЛЕКСАНДР ЭДУАРДОВИЧ,

кандидат экономических наук, заместитель директора Департамента денежно-кредитной политики Банка России, Москва, Россия

E-mail: pae@cbr.ru

АННОТАЦИЯ

В статье рассматривается роль денежно-кредитной политики в создании условий для возобновления экономического роста и модернизации российской экономики. На основе критического анализа различных точек зрения показано, какой должна быть сбалансированная денежно-кредитная политика в России. Отмечается, что Центральный банк способен только косвенно повлиять на динамику денежной массы. Поэтому значительное снижение ключевой ставки и избыточное увеличение денежного предложения приводят к нарастанию инфляционного давления, повышению рисков в финансовой сфере и дестабилизации ситуации в экономике в целом. Инфляция может существенно обесценить влияние увеличения денежной массы на уровень монетизации экономики. Дана критическая оценка предложений о возврате к политике фиксации курса рубля в той или иной степени. Опыт многих стран показывает, что при значительных внешних шоках в экономике, существенно зависящей от внешнеэкономической конъюнктуры, поддержка курса национальной валюты продолжительное время требует расходования значительного объема золотовалютных резервов, при этом дисбалансы в экономике нарастают. В конечном итоге центральные банки вынуждены снижать или отпускать курс. Плавающий курс является встроенным стабилизатором экономики и позволяет компенсировать негативное влияние внешних шоков.

Ключевые слова: центральный банк; денежно-кредитная политика; инфляция; экономический рост.

BALANCED MONETARY POLICY IN RUSSIA: MYTHS AND REALITY

ALEXANDER E. POLONSKIY,

PhD (Economics), Deputy Director of the Monetary Policy Department of the Bank of Russia, Moscow, Russia

E-mail: pae@cbr.ru

ABSTRACT

The article highlights the monetary policy's role in creating conditions conducive to economic growth recovery and modernisation of the Russian economy. A review of different opinions shows what a balanced monetary policy should be like in Russia. Russian scientific and business communities often express the following views on the Bank of Russia's role in the aforementioned processes: to switch to 'quantitative easing' policy, Russian style; to come back to a managed floating or pegged exchange rate of the ruble; to abandon 'discretionary' policy. The article emphasises that the central bank can influence the money supply dynamics only implicitly. That is why a considerable key rate reduction and excess money supply build up inflationary pressure, increase financial risks and destabilise the economic situation as a whole. Inflation may significantly lessen the impact of money supply increase on the economy's monetisation. The article is sharply critical of the proposals to return to the policy of a pegged exchange rate of the ruble. Many countries' experience suggests that given severe external shocks in the economy, which is largely dependent on the external economic environment, the support of the national currency exchange rate for a long period of time requires a sizeable amount of international reserves to be spent with

economic imbalances keep rising. As a result, central banks will have to lower the exchange rate or release it. The floating exchange rate is an embedded economic stabiliser and makes it possible to offset an adverse impact of external shocks. The Bank of Russia believes that its main contribution to the economic development is to reduce inflation and maintain it at a low level. The Bank of Russia seeks to pursue balanced monetary policy rather than 'discretionary' one, i. e. the policy, which implies only one goal for the central bank – low and stable inflation. However, this goal should be reached not in any way but taking into account Russian economic potential and the need to ensure financial stability.

Keywords: central bank; monetary policy; inflation; economic growth.

В 2014–2015 гг. российская экономика столкнулась с мощными внешними шоками. Они наложились на внутренние проблемы, накопленные в предыдущие годы, и привели к негативным последствиям. Во-первых, в условиях избытка предложения мировые цены на нефть снизились более чем в 2 раза. Для российской экономики, значительно зависящей от сырьевых доходов, это оказалось серьезным вызовом. Хотя плавающий курс рубля обеспечил необходимую подстройку экономики к данным изменениям, доходы от внешнеэкономической деятельности уменьшились. На фоне роста неопределенности это привело к снижению потребительской и инвестиционной активности. Во-вторых, финансово-экономические санкции, введенные против России, существенно ограничили доступ российских компаний на международные рынки капитала. В условиях относительной узости российского финансового рынка и возросших рисков кредитования возможности по рефинансированию внешнего долга частного сектора были ограничены. Поэтому компании и банки были вынуждены погашать значительную его часть. В результате действия совокупности указанных и иных факторов наблюдалось замедление роста российской экономики и переход к ее спаду. При этом под влиянием ослабления рубля значительно возросла инфляция. Дополнительное давление на цены оказало введение ответных санкций — ограничений на импорт отдельных групп продовольственных товаров.

В настоящее время остро стоит вопрос о путях дальнейшего развития экономики, которой необходимо справиться с накопленными внутренними проблемами, во многом имеющими структурный характер, и, адаптировавшись к произошедшим шокам, трансформировать модель своего развития для выхода на траекторию устойчивого роста.

Очевидно, что основой для восстановления и перестройки российской экономики должны стать инвестиции. Для того чтобы это стало возможным, требуются время и скоординированные действия власти и бизнеса по реализации структурно-институциональных реформ.

В российских научных и деловых кругах высказываются различные мнения относительно вклада, который может внести Центральный банк в развитие российской экономики. В частности, ряд экономистов и предпринимателей [например, 1, 2, 4], считают, что денежно-кредитная политика должна быть нацелена на поддержку экономического роста посредством значительного снижения ключевой ставки и увеличения денежного предложения. По их мнению, целевая масштабная кредитная эмиссия под низкую процентную ставку приведет к увеличению уровня монетизации экономики, росту инвестиций и производства, а в итоге — к ускорению роста экономики и снижению инфляции. При этом они ссылаются на двукратное и более отставание нашей экономики от других стран по уровню монетизации, характеризующему отношению объема денежной массы к объему валового внутреннего продукта [4, с. 50].

Между тем попытки стимулировать рост экономики увеличением денежного предложения и снижением ключевой ставки в текущих условиях могут привести совсем к иным последствиям. Дело в том, что объем денег в экономике формируется в зависимости от потребности хозяйствующих субъектов в средствах для осуществления расчетов и платежей. Центральный банк напрямую не может повлиять на устойчивое повышение объема денежной массы и уровня монетизации экономики, которые в средне- и долгосрочном периоде характеризуют изменение спроса хозяйствующих субъектов на деньги. Он осуществляет денежную эмиссию по мере обращения к нему кредитных организаций, а кредитные организации — по мере

обращения к ним нефинансовых организаций и населения. Центральный банк способен повлиять на динамику денежной массы только косвенным образом, например сделав обращение за банковскими кредитами более или менее привлекательным с точки зрения уровня процентных ставок. На такого рода экономические взаимосвязи, которые в совокупности получили наименование «долгосрочная нейтральность денег», указывали многие экономисты [4, 6, 8–10].

Опыт многих стран показывает, что рост денежной массы, простимулированный за счет эмиссии центрального банка, часто не приводит к увеличению физического объема производства и росту инвестиций. Форсированное увеличение денежной массы и формирование ее избытка приводит к нарастанию инфляционного давления, повышению рисков в финансовой сфере и впоследствии — к дестабилизации ситуации в финансовом секторе и в экономике в целом.

Согласно известному уравнению И. Фишера, уровень монетизации определяется как динамикой денежной массы, так и экономическим ростом и инфляцией. Рост цен может существенно ослабить влияние эмиссии на рост монетизации, а в периоды значительной инфляции — полностью обесценить расширение денежной массы в предшествующие годы. Анализ экономических показателей значительного числа стран за период с 1960 по 2013 г. [см. рисунок; включены страны — представители основных регионов и групп стран (с развитыми рынками, формирующимися рынками, в том числе бывшие социалистические): Аргентина, Австралия, Бразилия, Великобритания, Венгрия, Индия, Индонезия, Канада, Казахстан, Китай, Мексика, Новая Зеландия, Норвегия, Польша, Россия, Сербия, США, Турция, Чили, Швеция, Швейцария, Япония. В целях сопоставимости все показатели из базы данных Всемирного банка. Анализ сделан А.В. Егоровым, Банк России] свидетельствует о том, что уровень монетизации существенно ниже в странах, переживших существенный рост цен. При инфляции, устойчиво превышающей 10%, монетизация экономики редко поднимается более 50%. Напротив, только при средней инфляции на протяжении длительного периода не более 3% уровень монетизации может достигать 150%.

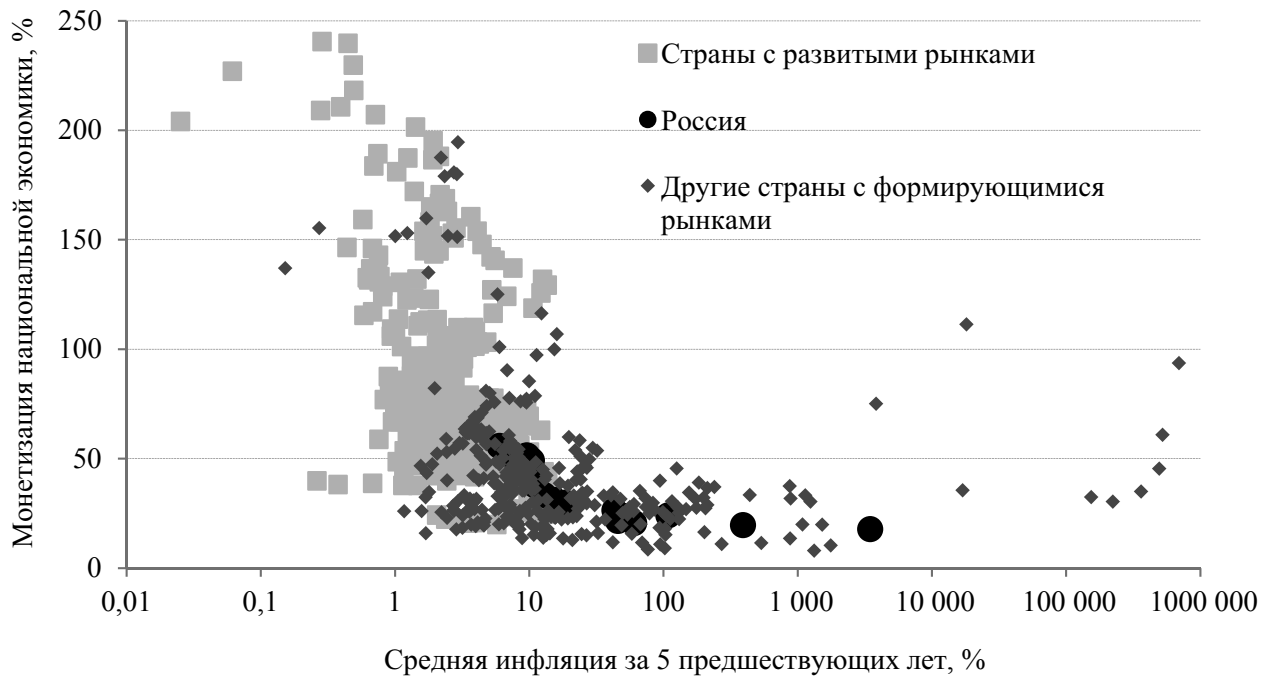
Яркие примеры влияния инфляции на монетизацию показывает и новейшая экономическая история России. В начале 1990-х гг. реализация

«инфляционного навеса» в сочетании с масштабным эмиссионным финансированием дефицита государственного бюджета привели к резкому росту цен, следствием которого стало существенное сокращение уровня монетизации российской экономики. По мере снижения инфляции уменьшение монетизации сначала замедлилось, а потом сменилось ростом. Все эпизоды локального снижения монетизации, отмечавшиеся в последующем периоде (1999, 2008, 2014 гг.), происходили на фоне ускорения инфляционных процессов.

Таким образом, одним из необходимых условий достижения высокого уровня монетизации является устойчиво низкий уровень инфляции. Кроме того, уровень монетизации связан с особенностями развития национальной денежно-кредитной сферы, с производственной и торговой активностью и со структурой экономики в целом. Высокая экономическая активность при большом производственном и торговом обороте, как правило, ведет к увеличению кредитования, но не всегда обуславливает рост монетизации. Чем глубже в экономике специализация и разделение труда, чем больше самостоятельных активных экономических субъектов, связанных отношениями кооперации; чем выше конкуренция и ниже концентрация производства, тем, при прочих равных, выше уровень монетизации. Иначе говоря, монетизация — результат, а не условие экономического роста.

Другим традиционным пунктом критики Банка России является применение режима плавающего валютного курса. Оппоненты предлагают вернуться к регулированию [3] и даже зафиксировать курс рубля. Вместе с тем опыт многих стран показывает, что при значительных внешних шоках для экономики, развитие которой существенно зависит от внешнеэкономической конъюнктуры, невозможно продолжительное время поддерживать курс национальной валюты на определенном уровне. Для этого требуется значительное расходование золотовалютных резервов, и дисбалансы в экономике нарастают. В конечном итоге центральные банки вынуждены значительно снижать или отпустить курс. Наиболее яркие примеры: Мексика в 1994 г., Аргентина в конце 2001 — начале 2002 г., Казахстан в 2014–2015 гг., Азербайджан в 2015 г.

Плавающий курс позволяет компенсировать негативное влияние внешних шоков. Он, по сути, является встроенным стабилизатором экономики. В конце 2014 г., когда российская экономика



Монетизация национальной экономики и ценовая стабильность (каждая точка на графике характеризует ситуацию в одной из стран в один из годов анализируемого периода)

Источник: данные Всемирного банка, расчеты Банка России.

подверглась серьезным шоковым воздействиям, о которых говорилось выше, переход к плавающему курсу был объективно необходим. Именно курс рубля принял на себя основной удар. Ослабление рубля оказало поддержку экспортерам, способствовало зарождению процессов импортозамещения и обеспечило адекватную подстройку платежного баланса России к изменившимся условиям. Кроме того, в условиях плавающего курса возросли риски игры против рубля и спекуляций на валютном рынке, что снизило давление на международные резервы страны.

Плавающий валютный курс не значит априори нестабильный. Конечно, адаптация к плавающему курсу — непростой процесс, что подтверждается опытом многих стран. Данный процесс часто сопровождается и ростом волатильности курса национальной валюты, и увеличением реакции цен на курсовые колебания. Однако постепенно население, предприятия, банки подстраиваются к условиям плавающего курса, учатся хеджировать валютные риски. Волатильность курса национальной валюты снижается, уменьшается и влияние курсовых колебаний на потребительские цены. Сейчас данные процессы уже наблюдаются в российской экономике. В июле — начале

сентября 2015 г., когда на фоне снижения цен на нефть происходило существенное ослабление рубля, волатильность курса национальной валюты оставалась умеренной — примерно около уровня, наблюдавшихся на протяжении большей части 2015 г. Реакция потребительских цен на изменение курса в августе–октябре также была меньше, чем в начале 2015 г. Безусловно, данный процесс подстройки требует большего времени и еще продолжится.

Так каким же образом Банк России может способствовать обеспечению сбалансированного устойчивого роста экономики? Банк России видит свой основной вклад в обеспечении снижения инфляции и поддержания ее на низком уровне. На это прямо указано и в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов. Низкая и стабильная инфляция формирует уверенность у населения и бизнеса в экономической перспективе, дает возможность для долгосрочного планирования. В условиях низких и стабильных цен население не боится формировать сбережения в национальной валюте. При низкой инфляции кредиторы готовы предоставлять денежные средства на длительные сроки по сравнительно

низким ставкам, поскольку уверены, что высокая инфляция не обесценит их вложения. Доступные кредитные ресурсы создают основу для роста инвестиций, развития экономики и в конечном итоге для повышения благосостояния населения.

За последние два года рост потребительских цен значительно ускорился. При этом инфляция продолжает занимать первое место в списке проблем, беспокоящих общество [по данным опросов Левада-Центра, в 2014 г. инфляция была ключевой проблемой примерно для 70% россиян, в 2015 г. — примерно для 80%. URL: <http://www.levada.ru/old/31-08-2015/ekonomicheskoe-samochuvstvie-i-nalichie-sberezhenii> (дата обращения: 22.12.2015)].

Россияне имеют продолжительный опыт жизни в условиях высокой инфляции, когда цены растут быстрее их доходов, а бедность прогрессирует или не уменьшается. Это объясняет и чрезмерную реакцию на рост цен, и нахождение инфляционных ожиданий на повышенном уровне. Постоянно высокая инфляция ведет к формированию ожиданий роста цен в будущем, что, в свою очередь, приводит к закладыванию высокой инфляции при планировании и принятии решений населением, бизнесом и даже государством, в частности при индексации доходов, цен, тарифов.

Чтобы инфляционные ожидания снижались, важно переломить данную тенденцию, показать на практике, что инфляция может быть низкой. Именно этого и стремится достичь Банк России. Мировой опыт показывает, что в странах с низкой инфляцией и «заякоренными» на низком уровне инфляционными ожиданиями реакция цен на шоки, в том числе курсовые колебания, меньше. В таких условиях центральный банк может проводить более мягкую денежно-кредитную политику.

В России же пока это не так. Поэтому нам необходима такая политика, которая будет способствовать снижению инфляции.

Слишком мягкая денежно-кредитная политика с низким приоритетом цели по инфляции в текущих условиях может привести к еще большему ее ускорению и последующему закреплению на высоком уровне, создавая угрозу социальной стабильности и развитию экономики. В то же время слишком жесткая денежно-кредитная политика способна привести к дестабилизации ситуации в банковском секторе и углублению спада в экономике. Поэтому Банк России стремится проводить сбалансированную денежно-кредитную политику. Это не означает, что у Банка России множество целей, как часто утверждают критики, говоря о дискреционности политики Центрального банка [6]. Цель у Банка России одна — низкая и стабильная инфляция. Но достигается она не любым способом, а с учетом определенных ограничений. Принимая решения по денежно-кредитной политике, Банк России анализирует складывающуюся экономическую ситуацию и перспективы ее развития, рассматривает траекторию снижения инфляции с учетом возможностей российской экономики, оценивает влияние решений на финансовую стабильность. Данные факторы накладывают определенные ограничения на диапазон возможных решений.

По базовому сценарию, к концу 2016 г. прогнозируется снижение годовой инфляции до 5,5–6,5%, а к 2017 г. — до целевого уровня 4%. Экономическая активность в 2016 г. еще останется слабой, а темп прироста ВВП — отрицательным. Однако постепенно экономический рост будет восстанавливаться, и в 2018 г. прирост ВВП прогнозируется на уровне 1,5–2,5%.

ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

1. Глазьев С. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29 / Glazyev S. Sanctions of the USA and policy of the Bank of Russia: double blow to national economy [Sankcii SShA i politika Banka Rossii: dvojnój udar po nacional'noj jekonomike]. *Economy Questions — Voprosy jekonomiki*, 2014, no. 9, pp. 13–29 (in Russian).
2. Ершов М. Пять лет после масштабной фазы кризиса: насколько стабильна ситуация? // Вопросы экономики. 2013. № 12. С. 29–47 / Yershov M. Five years after a large-scale phase of crisis: the situation is how stable? [Pjat' let posle masshtabnoj fazy krizisa: naskol'ko stabil'na situacija?] *Economy Questions — Voprosy jekonomiki*, 2013, no. 12, pp. 29–47 (in Russian).
3. Коршченко К. Н. Влияние обменного курса рубля на динамику экономического роста // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. 2014. № 1. С. 9–24 / Korishchenko K. N. Influence of an exchange rate of ruble on dynamics of economic growth [Vlijanie obmennogo kursa rublja na dinamiku

- jeconomicheskogo rosta].] *Global markets and financial engineering — Global'nye rynki i finansovyy inzhiniring*, 2014, no. 1, pp. 9–24 (in Russian).
4. Столыпинский клуб. Экономика роста. [Электронный ресурс] URL: http://expert.ru/data/public/499741/499785/dir-polnaya-versiya-19_10_15.pdf (дата обращения: 22.12.2015) / Stolypin club. Growth economy. URL: http://expert.ru/data/public/499741/499785/dir-polnaya-versiya-19_10_15.pdf (Accessed 22 December 2015) (in Russian).
 5. Тулин Д. В. В поисках сеньоража или легких путей к процветанию // Деньги и кредит. 2014. № 12. С. 6–16 / *Tulin D. V.* In search of a senyorazh or easy ways to prosperity [V poiskah sen'orazha ili legkih putej k procvetaniyu]. *Money and the credit — Den'gi i kredit*, 2014, no. 12, pp. 6–16 (in Russian).
 6. Хандруев А. А. Интегрированный финансовый регулятор — российская модель в контексте мировой практики // Деньги и кредит. 2013. № 10. С. 24–32 / *Khandruev A. A.* The integrated financial regulator — the Russian model in the context of world practice [Integrirovannyj finansovyj reguljator — rossijskaja model' v kontekste mirovoj praktiki]. *Money and the credit — Den'gi i kredit*, 2013, no. 10, pp. 24–32 (in Russian).
 7. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4–12 / *Yudayeva K.* About opportunities, the purposes and mechanisms of a monetary policy in the current situation [O vozmozhnostjah, celjah i mehanizmah denezhno-kreditnoj politiki v tekushhej situacii]. *Economy Questions — Voprosy jekonomiki*, 2014, no. 9, pp. 4–12 (in Russian).
 8. *Bernanke Ben S., Mihov Ilian.* The Liquidity Effect and Long-Run Neutrality — NBER Working Paper, no. 6608, Issued in June 1998.
 9. *Lucas R. E. JR.* Monetary Neutrality. Prize Lecture, December 7, 1995 University of Chicago, USA. URL: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1995/lucas-lecture.pdf (in English).
 10. Reginaldo Pinto Nogueira JR. Some evidence on long-run monetary policy neutrality for Brasil. *Revista de Economia e Administração*, 2007, vol. 6, no. 4, pp. 438–446 (in Spanish).
 11. *Telatar E., Cavusoglu T.* Long-run monetary neutrality: evidence from high-inflation countries // *Ekonomický časopis*, 53, 2005, č. 9, pp. 895–910.
 12. *Williamson Stephen D.* Limited participation and the neutrality of money // *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 2005, vol. 91, no. 2, Spring pp. 1–20 (in English).

Госзаседание рабочей группы

по мониторингу выполнения решений Госсовета

Помощник Президента, секретарь Государственного совета Игорь Левитин 30 марта 2016 г. провел заседание рабочей группы по мониторингу выполнения решений Госсовета о ходе исполнения перечня поручений Президента «О мерах по развитию малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации» от 25 апреля 2015 г. Проведенный в ходе подготовки заседания анализ выявил нарушение изначально установленных сроков исполнения поручений Президента. Из 21 пункта перечня поручений исполнены 5, остаются неисполненными 16. По итогам заседания будет подготовлен доклад Президенту о низкой исполнительской дисциплине с предложениями применения мер дисциплинарной ответственности к органам исполнительной власти, которые не выполнили пункты перечня поручений Президента.

Источник: <http://www.kremlin.ru/events/state-council/51596>