

The Bank of Russia at the Crossroads: does the monetary policy needs easing

Evgeny Gorunov

Gaidar Institute for Economic Policy

gorunov@iet.ru

Pavel Trunin

Gaidar Institute for Economic Policy

pt@iet.ru

Moscow

2013

1

Abstract

Recent slowdown of economic growth forces Russian political authorities to seek for policy measures to support economic activity. Monetary expansion is considered as one of the possible alternatives, which we consider inappropriate. During the whole post-crisis period monetary authorities of advanced economies in their attempts to boost recovery relied heavily on different sorts of monetary stimulus. Thus it is sometimes argued that Russia should better use such kind of experience and shift to aggressive monetary expansion. This view is mostly wrong since it shows misunderstanding of the goals of the monetary easing policy implemented in advanced economies and also ignores the differences between Russia and advanced countries with respect to macroeconomic conditions. There are two main reasons for extraordinary monetary expansion in advanced economies: sizable cyclical recession and “zero lower bound” problem. Since none of these is present in Russia there’s no reason for implementation of monetary easing policy.

Торможение темпов экономического роста заставляет власти искать механизмы стимулирования экономического развития, при этом денежная эмиссия рассматривается как один из возможных источников, способных дать импульс экономической динамике.

На протяжении всего посткризисного периода в развитых странах активно применялась политика радикального денежного смягчения, направленная на поддержку экономической активности, что, казалось бы, дает дополнительные аргументы в пользу использования подобной политики в России. Однако подобная точка зрения является ошибочной, поскольку она основана на неверном представлении о целях монетарной политики, проводимой в развитых странах, и игнорирует различия в макроэкономических условиях между Россией и этими странами. Ультрамягкая денежная политика развитых стран обусловлена двумя главными обстоятельствами: глубоким циклическим спадом и наличием проблемы «нулевой границы» ключевой ставки. Поскольку данные проблемы в России отсутствуют, политика монетарного ослабления является неоправданной.

Банк России на перепутье: нужно ли смягчить денежно-кредитную политику

По-видимому, период быстрого экономического роста в России закончился. Долгосрочный прогноз Минэкономразвития предполагает, что до 2030 года среднегодовой темп роста российской экономики составит от 3.2% в инерционном сценарии, до 5.4% в оптимистичном форсированном¹. Это существенно ниже, чем темпы, которые российская экономика демонстрировала в докризисные годы – средний рост ВВП за период с 2000 по 2008 г. составил 7%. Такие низкие темпы ожидаемого роста не согласуются теми с ориентирами, которые озвучил Президент В. Путин в конце 2012 года в своем послании Федеральному Собранию, где заявлено требование «ежегодного прироста не менее 5-6% ВВП». Помимо этого В. Путин обозначил проблему дефицита «длинных и дешевых» денег, необходимых для кредитования экономики, и, сославшись на опыт ФРС и ЕЦБ, попросил Правительство и Центробанк «подумать над механизмами решения этих задач». Вскоре был опубликован доклад под авторством С. Глазьева², который рассматривался как один из кандидатов на роль председателя ЦБ РФ. Одно из ключевых предложений доклада состоит в переориентации монетарных властей на «цели развития и расширение возможностей кредитования реального сектора» через радикальное смягчение денежной политики. Параллельно с этим в правительстве обсуждается возможность закрепления за Центральным банком ответственности за стимулирование экономического роста.

Не последним аргументом в пользу смягчения политики ЦБ РФ является апелляция к действиям регуляторов развитых стран. Именно в этих странах центральные банки твердо декларировали свою автономность, ориентацию исключительно на достижение стабильной инфляции при минимальном вмешательстве в кредитные рынки и не признавали за собой функции локомотивов роста. Однако, в сегодняшних условиях вялой экономической динамики они перешли к активному монетарному стимулированию, включающему прямые интервенции на долговых рынках.

¹ МЭР Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года // http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/9cb190804f0500cd8e6fee008a11733f/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%B3%D0%BD%D0%BE%D0%B7+2030_%D0%B8%D1%82%D0%BE%D0%B3-21032013.doc?MOD=AJPERES&CACHEID=9cb190804f0500cd8e6fee008a11733f

² Глазьев С. О целях, проблемах и мерах государственной политики развития и интеграции// http://www.glazev.ru/econom_polit/305/

Позиция сторонников смягчения политики Банка России следующая: если денежные власти развитых стран отказываются от своих принципов, то зачем тогда России на них полагаться? Не лучше ли вместо этого делать ровно то, что делают центральные банки в США, Великобритании, Японии и еврозоне – стимулировать экономический рост денежной эмиссией? По мнению адептов смягчения монетарной политики, нужно превратить Банк России в институт развития, сделав его со-инвестором экономического роста. Кроме того, он должен быть включен в процесс создания «длинных дешевых денег», как это происходит в США и Европе.

В действительности, такая точка зрения несостоятельна, поскольку она основана на неправильной интерпретации действий иностранных регуляторов и непонимании принципиальных различий в макроэкономических условиях в России и в развитых странах. «Нетрадиционные» меры центральных банков в развитых странах не входят в противоречие с основными принципами реализации денежной политики. Они также не предполагают кардинального пересмотра роли центральных банков и использования их в качестве основного генератора инвестиционных ресурсов. Поскольку для российской экономики не актуальны проблемы, с которыми иностранные центробанки борются при помощи ультрамягкой политики, Банку России не следует прибегать к стратегии эмиссионной накачки.

Теоретические основы денежной политики: новокейнсианский монетарный режим

Практика денежной политики в развитых странах имеет под собой глубокие теоретические и эмпирические основы. Сегодня наиболее продвинутым и эффективным монетарным режимом является таргетирование инфляции, теоретическим фундаментом для которого стала т.н. «новокейнсианская» концепция денежной политики³.

Основополагающим в экономической теории является представление макроэкономической динамики как суммы двух компонент – трендовой и циклической. Долгосрочный тренд экономического роста (потенциальный темп роста) определяется фундаментальными структурными параметрами экономической системы и прежде всего темпами накопления производственного и человеческого капитала, технологическим

³ См.

Blinder A. S. Central banking in theory and practice. – The MIT Press, 1999.

Clarida R., Gali J., Gertler M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. – National Bureau of Economic Research, 1999. – №. w7147.

Gali J. Monetary Policy, inflation, and the Business Cycle: An introduction to the new Keynesian Framework. – Princeton University Press, 2009.

Goodfriend M., King R. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy //NBER Macroeconomics Annual 1997, Volume 12. – MIT Press, 1997. – С. 231-296.

прогрессом и другими реальными факторами. Циклическая компонента возникает как результат отклонения от тренда под действием различных макроэкономических шоков. В отсутствие шоков экономика находится на т.н. «потенциальном уровне», темпы роста стабильны, на рынке труда состояние «полной занятости». С этой точки зрения все меры экономической политики можно условно разделить на две группы – структурные и стабилизационные. Структурные меры направлены на обеспечение долгосрочного экономического развития через влияние на фундаментальные факторы, а задача стабилизационной политики – сглаживать макроэкономические колебания, чтобы рост был стабильным без рецессий и перегрева. Естественно, что направление и интенсивность стабилизационных мер в высокой степени зависят от стадии цикла. Если экономика ниже «потенциала» то ей требуется стимулирующий импульс, но как только провал преодолен и начался «экономический бум» стимулирование должно смениться охлаждающим воздействием.

Каково место монетарной политики в этой классификации? Представление о целях, инструментах и каналах воздействия денежной политики прошло длинный эволюционный путь за последнюю сотню лет. В течение этого периода в мире применялись разнообразные монетарные и валютные режимы, начиная с золотого стандарта и заканчивая современным таргетированием инфляции. Тем не менее, то, что денежная политика практически может выполнять исключительно стабилизирующую роль, экономической наукой никогда не ставилось под сомнение. Денежная эмиссия является мощным и доступным инструментом, однако эффект от монетарных стимулов оказывается сравнительно короткоживущим. Он не оказывает воздействия на структурные макроэкономические параметры, от которых зависят долгосрочные темпы экономического развития, зато облагает экономику искажающим инфляционным налогом. Такая иррелевантность денежной политики известна как принцип «долгосрочной нейтральности денежной политики».

Безусловно, принцип нейтральности – впрочем, как и любой другой теоретический принцип – нельзя абсолютизировать и трактовать слишком буквально. Очевидно, невозможно полностью игнорировать наличие длительных эффектов от монетарных шоков. Многочисленные эмпирические исследования стран Латинской Америки показывают, что несдержанность денежных властей способна надолго законсервировать экономику в неэффективном состоянии с многолетними негативными последствиями для развития⁴. Разумная политика наоборот может способствовать снижению

⁴ См. эмпирические исследования

Barro R. J. Inflation and economic growth. – National Bureau of Economic Research, 1995. – №. w5326.

неопределенности и ускорить экономический рост. Причем существует некоторая асимметричность – сама по себе грамотная денежная политика не гарантирует радикального роста общественного благосостояния, в то время как разрушительный потенциал неверной денежной политики огромен.

Прикладной смысл «принципа нейтральности» состоит в том, что монетарными методами можно решать крайне ограниченный ряд экономических проблем и подменять ими фундаментальные реформы, направленные на изменение структурных параметров экономической системы, невозможно. Этот урок хорошо усвоен в развитых странах, где с течением времени де-факто полностью отказались от возложения на центральный банк функции стимулирования долгосрочного экономического развития через эмиссионное кредитование.

Расширение независимости центральных банков было важным шагом на пути отделения фискальной политики от политики денежной. Без преувеличения можно сказать, что все ключевые институциональные инновации в области денежной политики, произошедшие за минувшие тридцать лет, были направлены именно на максимальное ограничение возможностей для злоупотребления монетарным стимулированием. Иначе говоря, было признано, что источником для государственных и частных инвестиций должны быть исключительно сбережения населения, государства или нерезидентов, но никак не денежная эмиссия.

Это также означает, что центральный банк не должен быть заложником неопределенности, связанной с инвестициями, т.е. его активы должны нести минимально возможный риск. Важно подчеркнуть, что в данном случае речь идет не о принципиальном отказе от кредитной экспансии как механизма стимулирования экономики, а об ограничении источников подобной экспансии. Если государство желает финансировать долгосрочные инфраструктурные проекты, ему следует либо направить на эти цели часть налоговой выручки, либо выйти на рынок заемного капитала. Это справедливо и в отношении частного сектора – инвестиционным ресурсом для него должны выступать привлеченные накопления домохозяйств либо государства. Центральному банку в этом обороте средств отводится только роль регулятора, обеспечивающего устойчивость финансовой системы.

Roubini N., Sala-i-Martin X. Financial repression and economic growth //Journal of development economics. – 1992. – Т. 39. – №. 1. – С. 5-30.

De Gregorio J. Economic Growth in Latin America //Journal of Development Economics. – 1992. – Т. 39. – №. 1. – С. 59-84.

De Gregorio J. Inflation, taxation, and long-run growth //Journal of Monetary Economics. – 1993. – Т. 31. – №. 3. – С. 271-298.

Хотя в задачу центрального банка не входит обеспечение инвестиционного спроса кредитными ресурсами, его роль в экономике огромна. Его обязанности включают поддержание стабильности цен и обеспечение устойчивости финансового сектора, а также проведение контрциклической политики. По факту сегодня именно монетарное воздействие рассматривается как главный инструмент борьбы с циклом. Активная процентная политика позволяет стимулировать экономический рост во время рецессий через снижение своих процентных ставок и сдерживать его в периоды перегрева за счет их повышения. Обусловленность монетарного стимулирования стадией цикла имеет решающее значение – по мере возвращения экономики к своему потенциалу стимулирование сворачивается и сменяется ужесточением при превышении выпуском потенциального уровня.

В наиболее явной форме это выражает т.н. «Правило Тейлора»⁵, которое используется как простейший пример правила денежной политики. Оно определяет уровень целевой ставки центрального банка в зависимости от текущей инфляции и отклонения выпуска от потенциала. Другими словами, желаемое состояние экономики с точки зрения денежных властей – это стабильная инфляция и темп роста экономики, соответствующий потенциальному.

В этом направлении эволюционировала и соответствующая нормативная база – сегодня мандат денежных властей развитых стран предполагает в качестве приоритетных целей достижение предсказуемой инфляции, сбалансированного роста и полной занятости⁶. В этом смысле закрепленное в законодательстве США требование к ФРС «обеспечивать умеренность долгосрочных ставок» представляет собой анахронизм и давно не является руководством к действию для американского регулятора.

Описанная парадигма денежной политики предусматривает кредитование банковского сектора по каналу рефинансирования, т.к. за центральным банком закреплена функция кредитора последней инстанции. Однако этот канал вливания денег предусмотрен для особых ситуаций, когда состоятельный банк с качественным портфелем активов испытывает потребности в ликвидности, но по тем или иным причинам не может или не желает обращаться на межбанковский рынок. В таком случае ликвидность должна предоставляться центральным банком, но на короткий срок и под надежный залог. Рефинансирование при этом не должно становиться для банков регулярным источником пассивов, а только опцией, рассчитанной на исключительные ситуации.

⁵ См. Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice //Carnegie-Rochester conference series on public policy. – North-Holland, 1993. – Т. 39. – С. 195-214.

⁶ Причем под «полной занятостью» понимается не 100% занятость всего трудоспособного населения, а такая занятость, которая обеспечивает выпуск соответствующий потенциальному уровню.

Если центральный банк ограничивается только вливанием ликвидности, которая по определению краткосрочна, то откуда тогда должны взяться средства для финансирования длинных инвестиционных проектов? Ответ на данный вопрос однозначен – длинные деньги должны формироваться самой финансовой системой. Собственно именно трансформация преимущественно коротких пассивов в длинные ресурсы финансирования инвестиционных проектов и является одной из важнейших функций банковского сектора, о которой зачастую забывают. Подобная трансформация в силу различной временной структуры активов и пассивов финансовых посредников связана с возникновением рисков кризиса ликвидности⁷. Об их предотвращении как раз и должен заботиться центральный банк, и именно для этих случаев предусмотрен страховочный механизм рефинансирования.

Но разве центральный банк не создает длинные деньги, когда осуществляет эмиссию путем выкупа государственных облигаций? Отчасти это так. Действительно, в развитых странах основную долю портфеля активов регулятора составляют государственные облигации, причем не только краткосрочные. Принципиальными в данном случае являются два момента. Во-первых, в нормальной ситуации в активах центрального банка доминируют краткосрочные бумаги, а долгосрочные занимают сравнительно малую долю. Во-вторых, нужно принимать во внимание размер такого эмиссионного кредитования. Если величина государственного долга на порядок превышает размер активов регулятора, то тогда нет оснований говорить об экономически значимом эмиссионном кредитовании государства. Именно такую ситуацию мы наблюдали в развитых экономиках до кризиса 2008-2009 годов. Что изменилось с кризисом? Насколько сегодняшнее поведение центральных банков укладывается в описанную концепцию? Оказывается, что в целом укладывается.

Интерпретация мер «нетрадиционной денежной политики»

Из всего пакета антикризисных мер, реализованных в развитых странах, начиная с 2008-го года, следует особо выделить три «нетипичных» направления монетарной политики. Во-первых, были значительно расширены операции рефинансирования. Это выразилось в том, что регуляторы значительно увеличили сроки предоставления кредитов, смягчили требования к залогом по операциям рефинансирования, а также расширили круг финансовых институтов, допущенных к получению кредитов

⁷ Классическая работа по кризисам ликвидности:

Diamond D. W., Dybvig P. H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity //The journal of political economy. – 1983. – С. 401-419.

центрального банка. Во-вторых, центральные банки выдавали целевые кредиты на поддержку конкретных секторов и финансовых институтов, а также приобретали «нетрадиционные» активы, включая ценные бумаги частных эмитентов. В итоге в их портфеле активов заметную долю стали составлять рискованные инструменты, чего ранее не наблюдалось. В-третьих, продолжается последовательное накачивание банковского сектора ликвидностью, осуществляемое через выкуп преимущественно долгосрочных государственных облигаций, что оказывает понижающее давление на долгосрочные ставки⁸.

С началом кризиса некоторые центральные банки из регуляторов превратились в «маркет-мейкеров» – ключевых игроков на финансовых рынках. Означает ли это фактическое нарушение ими принципов, которые ранее декларировались руководителями центральных банков и академическим сообществом? Ведь именно интервенции такого характера и такого масштаба наталкивают на мысль, что центральные банки развитых стран в критический момент решили совершенно отказаться от прежней парадигмы денежной политики.

Отчасти это так, но новая практика проведения монетарной политики, которую мы наблюдаем в последние годы в развитых странах, отражает стремление денежных властей достигать прежних целей при помощи «нетрадиционных» инструментов. Причем использование «нетрадиционных» инструментов обусловлено исключительно тем обстоятельством, что привычные инструменты в условиях глубокого спада и неустойчивости финансовой системы утратили эффективность. В тех странах, где ситуация была не столь тяжелой и традиционные механизмы были действенны, центральные банки не отклонялись от своего обычного режима.

К примеру, Банк Канады, несмотря на значительный экономический спад в 2.8%, практически не прибегал к нетрадиционным монетарным мерам – снижения ставок до 0.25% и временного расширения операций рефинансирования оказалось достаточно для стабилизации выпуска. Как только в 2010 году началось восстановление экономической активности, Банк Канады резко сократил рефинансирование и повысил ставки, завершив тем самым антикризисный денежный маневр (см. рис. 1). Наоборот, решительный отход от канонического режима денежной политики происходит в Японии, где ситуация отчаянная – уже на протяжении более чем двух десятилетий не удается запустить

⁸ Обзор антикризисной политики центральных банков разных стран можно найти в работах: Klyuev V., de Imus P., Srinivasan K. *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*. – 2009. Borio C., Disyatat P. *Unconventional monetary policies: an appraisal //The Manchester School*. – 2010. – Т. 78. – №. s1. – С. 53-89. Minegishi M., Cournède B. *Monetary policy responses to the crisis and exit strategies*. – OECD, 2010.

устойчивый рост, цены находятся на уровне 1992 года, а фондовые индексы вовсе на уровне середины 1980-х.

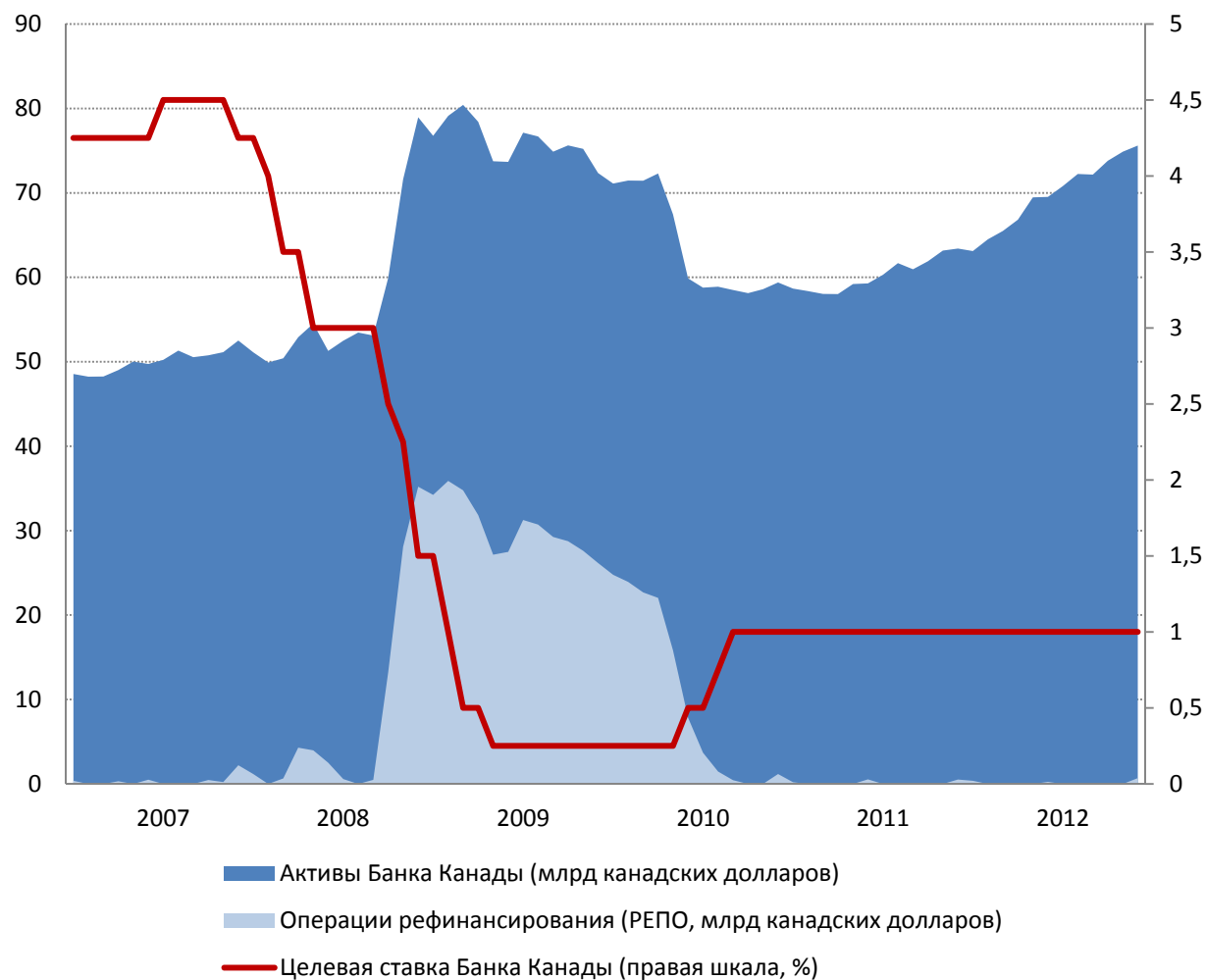


Рис.1: Антикризисная политика Банка Канады – снижение ставок и расширение рефинансирования

Источник: Bank of Canada

Таким образом, хотя многие центральные банки вышли за рамки стандартного новокейнсианского режима и явно заступили на поле фискальной политики, такое развитие событий рассматривается как вынужденное, нежелательное и главное – временное, обусловленное циклическим спадом. Совершенно неправильным было бы трактовать «нетрадиционные» действия центральных банков развитых стран как отказ от политики невмешательства в кредитные рынки и стратегический выбор в пользу интервенционизма. Как и прежде, денежные власти видят свою основную задачу в том, чтобы выполнять роль антикризисного оператора, но никак не института развития.

В июле 2008 года Федеральный резерв открыл целевую кредитную линию Maiden Lane I банку J.P.Morgan под залог активов поглощенного им банка Bear Stearns. В дальнейшем были открыты еще две аналогичные целевые кредитные линии Maiden Lane II и Maiden Lane III, за счет которых финансировалось спасение компании AIG. После этого ФРС также осуществляла выкуп ипотечных бумаг, причем размеры выкупа были сопоставимы с совокупным объемом эмиссии этих бумаг⁹, т.е. фактически регулятор выступал крупнейшим кредитором для данного сегмента. Для американского регулятора взятие на свой баланс такого объема рискованных активов беспрецедентно. Аналогичные по характеру интервенции в разное время осуществляли Банк Японии, ЕЦБ, Банк Англии и другие центральные банки, когда выкупали корпоративные облигации, коммерческие бумаги и другие рискованные активы.

Однако, прежде чем сделать заключение, что руководство ФРС и других регуляторов решило нарушить свои принципы и заняться несвойственной им ранее фискальной политикой, нужно понять, какие мотивы диктовали подобное поведение денежных властей. В действительности ФРС как раз выполняла ту функцию, ради которой она в свое время и была создана – предотвращение «банковской паники», угрожающей коллапсом всей финансовой системы¹⁰. Изъятие из обращения некоторых проблемных активов было необходимо для снижения риск-премий на денежном рынке и восстановлении нормального функционирования межбанковского кредитования, т.е. для борьбы с острым кризисом ликвидности. Прямой фискальный мотив обеспечения реального сектора доступным кредитом при этом отсутствовал. Такая же логика была и у многочисленных схем рефинансирования, созданных центральными банками в 2008-2009 годах – они только замещали парализованный межбанковский рынок. Принимая в залог обязательства частных эмитентов, центральные банки шли на определенный риск, но зато они при этом достигали своих приоритетных целей – стабилизации финансовой системы.

⁹ См.

Gagnon J. E. et al. Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work? //FRB of New York Staff Report. – 2010. – №. 441

¹⁰ См.

Madigan B. F. Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis //Jackson Hole Symposium on "Financial Stability and Macroeconomic Policy," August. – 2009. – С. 20-22.

Bernanke B. S. The crisis and the policy response //Stamp Lecture, London School of Economics, January. – 2009. – Т. 13.

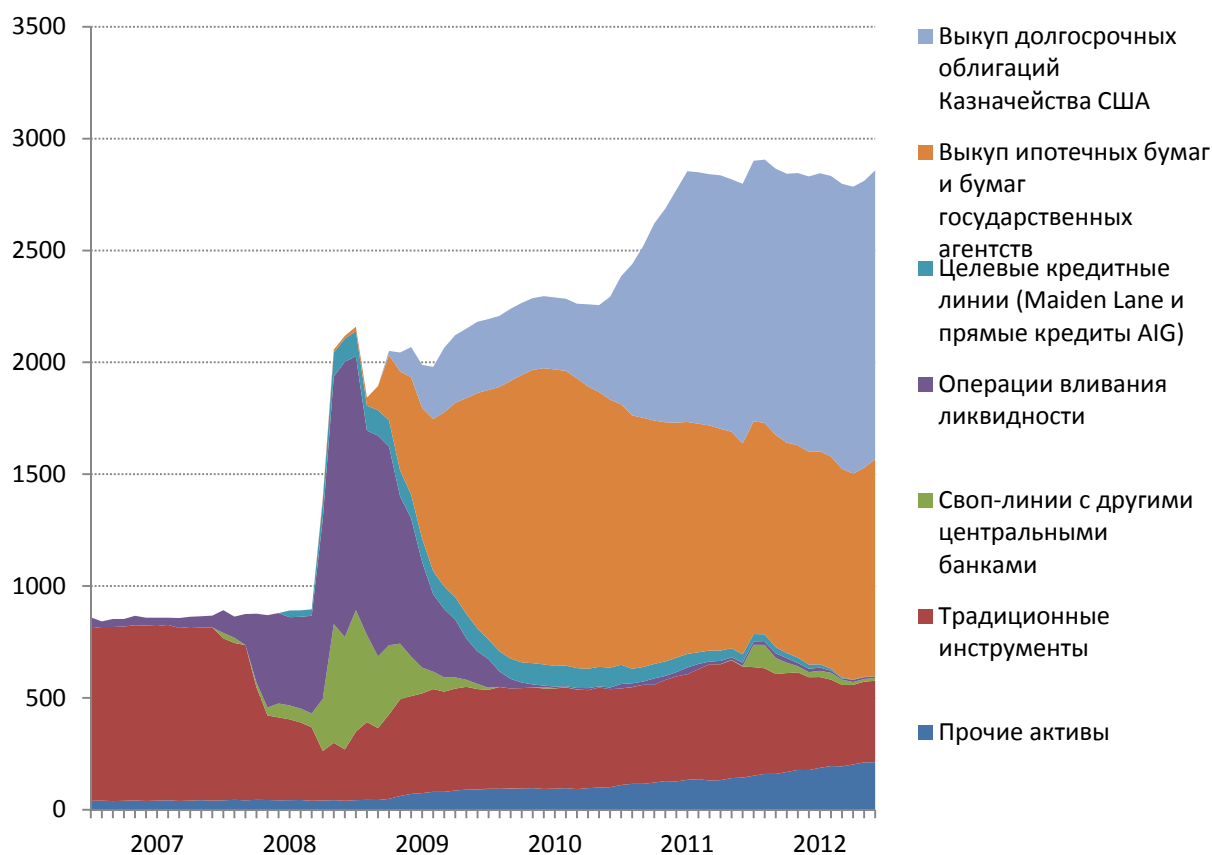


Рис.2: Структура активов ФРС (млрд долларов США)

Источник: FRB of Cleveland

Характерно, что специально созданные схемы вливания ликвидности были закрыты, как только миновала острая фаза кризиса. На сегодняшний день кредитные линии Maiden Lane практически полностью свернуты (см. рис. 2). Это лишь подтверждает тот факт, что мотивом предоставления рефинансирования было оказание экстренной помощи, но никак не стремление перейти к чисто эмиссионной модели кредитования экономики. И хотя объем условно рискованных ипотечных бумаг на балансе ФРС не сокращается и составляет сегодня около \$1 трлн., что эквивалентно трети активов Федерального резерва, руководство регулятора осознает, что эта ситуация носит временный характер и по мере восстановления экономики США данные активы будут проданы.

Помимо поддержки отдельных сегментов финансовой системы и расширения рефинансирования, денежные власти повсеместно реализуют программы количественного смягчения. В результате этих программ с начала 2008 года баланс Банка Японии вырос в полтора раза, ФРС и Банка Англии – в три раза. Интенсивность денежных вливаний не ослабевает. Подобные действия часто интерпретируются как эмиссионное накачивание

экономики длинными деньгами¹¹. Хотя для такого заключения есть некоторые основания, оно все же не вполне верно. Во-первых, введенные в обращение деньги будут стерилизованы на стадии восстановления, т.е. нет оснований полагать, что они в действительности будут «длинными». Во-вторых, цель интервенций состоит, прежде всего, в снижении рыночных долгосрочных ставок, а увеличение дюрации портфеля активов центрального банка – это только их следствие.

В рамках стандартной новокейнсианской модели монетарной политики центральный банк, манипулируя краткосрочной ставкой, влияет на долгосрочную ставку, от которой зависит экономическая активность и инвестиционный спрос. Когда краткосрочная ставка близка к нулю и не может быть понижена, а долгосрочные ставки еще слишком высоки, регулятору остается только при помощи операций на открытом рынке непосредственно оказывать давление на долгосрочные ставки. Именно этими соображениями руководствуются монетарные власти, когда осуществляют эмиссию под покупку облигаций со сроком погашения более 5 лет¹². В странах, где не было проблемы «нулевой границы», интервенции на рынке долгосрочных инструментов не проводились.

Такая скупка не эквивалентна предоставлению длинных кредитов реальному сектору, так как центральные банки не ставят задачу инвестировать в экономику «свои средства» и заменить собой банковский сектор, а только стремятся стать катализатором для оживления кредитного рынка. Как только экономика выйдет на новый виток устойчивого роста, долгосрочные активы будут проданы, размер баланса центрального банка будет постепенно сокращен, а главным инструментом денежной политики вновь станет краткосрочная ставка денежного рынка.

В истории уже был прецедент прохождения центральным банком полного цикла антикризисного количественного смягчения, когда фаза стимулирующей денежной эмиссии и выкупа долгосрочных государственных облигаций сменилась фазой стерилизации избыточной денежной массы после улучшения макроэкономической динамики. Такой пример дает Банк Японии и его политика в первой половине 2000-х годов¹³.

¹¹ См.

Ершов М. Мировая экономика: перспективы и препятствия для восстановления // Вопросы экономики. – 2012. – №. 12

¹² См.

Bernanke B. Five questions about the Federal Reserve and monetary policy // The Economic Club of Indiana, Indianapolis. – 2012. – Т. 1.

¹³ См.

Syed M. H., Yamaoka H. Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy // IMF Working Papers. – 2010. – С. 1-14.

Разумеется, состояние денежной сферы в Великобритании, еврозоне, США и тем более в Японии далеко от нормального. Существует серьезная угроза развития событий по японскому сценарию во всех крупнейших экономиках. В этом случае период стагнации затянется, а экономическая активность все больше будет опираться на денежные интервенции. В результате центральные банки будут вынуждены пойти на еще большее смягчение и еще дальше отойти от стандартного монетарного режима. Тем не менее, это не должно послужить основанием для отказа развивающихся экономик от данного режима, т.к. он доказал свою эффективность во множестве стран. Например, в Канаде, Австралии, Корее, ЮАР, Норвегии, Чили и других.

Состояние и перспективы российской денежной сферы

Что может использовать Россия из арсенала мер, применяемых сегодня развитыми странами? Следует ли Банку России снизить ставки до близких к нулю значений, провести раунд количественного смягчения или радикально расширить операции рефинансирования? На все эти вопросы можно дать однозначный ответ – нет, не следует. Потому что для этого нет оснований.

Вопреки распространенному мнению, политику Банка России нельзя назвать жесткой. Обвиняя ЦБ РФ в излишней сдержанности, оппоненты сравнивают ставку рефинансирования в России, составляющей сегодня 8.25% с аналогичной ставкой в развитых странах, где она близка к нулю. Такое сопоставление некорректно, поскольку оно оперирует номинальными ставками. Если проанализировать реальную ставку рефинансирования, то окажется, что ее уровень с середины 2000-х был весьма умеренным (см. рис.3).



Рис.3: Ставка рефинансирования и ставка по кредиту нефинансовому сектору в реальном выражении

(%, приведены среднегодовые значения ставок, ставка по кредиту нефинансовому сектору рассчитана по всем кредитам кроме кредитов Сбербанка)

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

И, что важнее, ставка рефинансирования в России не отражает реальной стоимости кредитных ресурсов. Действительным индикатором состояния денежного рынка является ставка краткосрочного межбанковского кредита, которая на протяжении большей части 2000-х гг. колебалась около нижней границы процентного коридора ЦБ¹⁴, а в реальном выражении была глубоко отрицательной (см. рис. 4). Только в период острой фазы кризиса в условиях кредитного сжатия и финансовой нестабильности она превысила 6%, но затем снова вернулась к нижней границе коридора. С учетом того, что инфляция никогда не падала ниже 6%, такую монетарную политику иначе как адаптивной назвать нельзя. Только сейчас, по мере снижения инфляции, увеличения депозитной ставки ЦБ РФ и перехода к структурному дефициту ликвидности, реальные ставки денежного рынка движутся в сторону положительных значений. Таким образом, для обвинений Банка России в излишне жесткой политике нет никаких оснований.

¹⁴ Отметим, что процентный коридор ЦБ РФ приобрел важное значение для денежного рынка лишь после кризиса 2008 – 2009 гг., когда резко увеличились объемы рефинансирования банковской системы. Причем фактически верхней границей коридора выступает ставка по ломбардным кредитам, которая значительно меньше ставки рефинансирования.

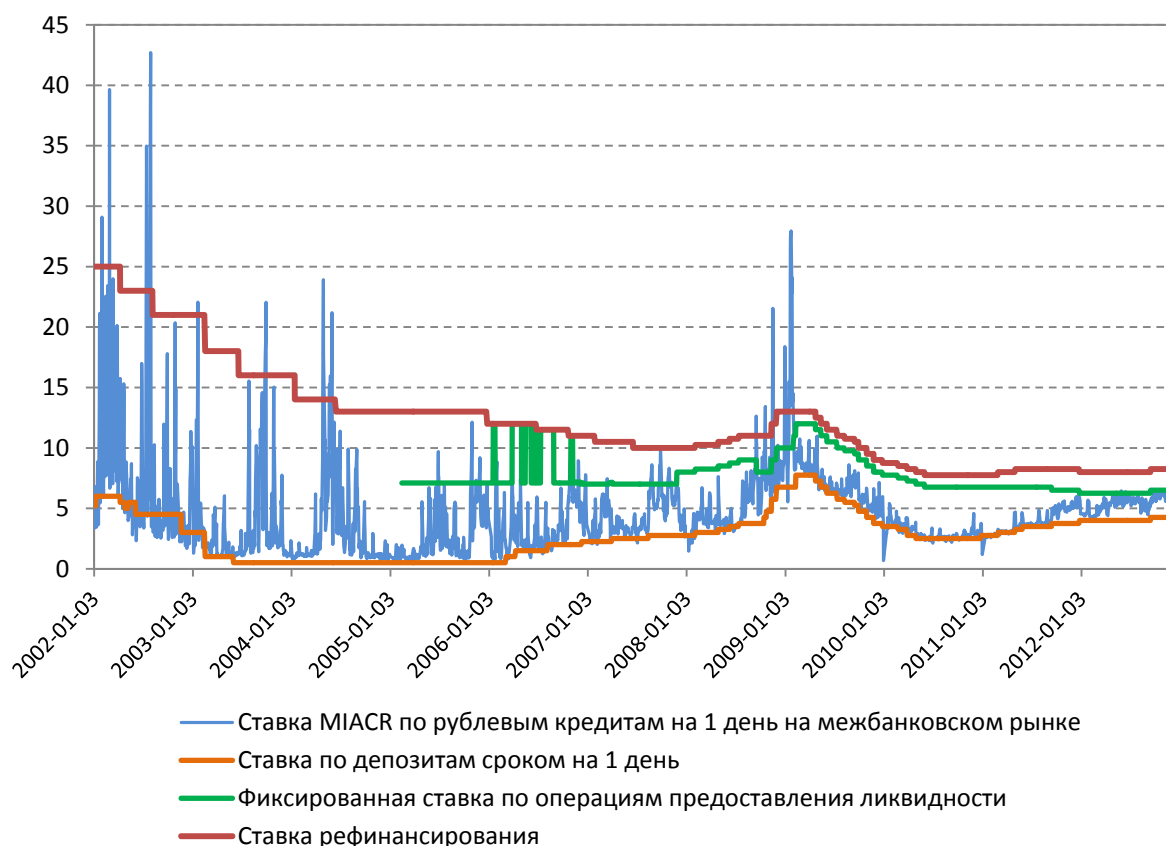


Рис.4: Ставка на рынке межбанковского кредитования и процентный коридор ЦБ РФ (% годовых)

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

Также как нет оснований полагать, что в России стоимость заимствования является беспрецедентно высокой. В докризисный период реальные кредитные ставки были не только самыми низкими среди стран БРИКС, но и одними из самых низких в мире. После 2009 года ситуация изменилась – реальная стоимость обслуживания долга заметно выросла, но даже с учетом этого она не является высокой в сравнении с другими развивающимися экономиками (см. рис. 5). При этом в РФ «слишком дорогой кредит» не является барьером для экономического роста – сегодня 71% предприятий имеют доступ к заемному финансированию на приемлемых условиях, и только 4% считают, что недостаток займов тормозит их развитие¹⁵.

¹⁵ См. Цухло С. Российская промышленность в январе 2013г.// Экономическое развитие России. – 2013 - №3, 2013, // http://www.iep.ru/files/text/RED/Russian_Economic_Developments_03_2013.pdf

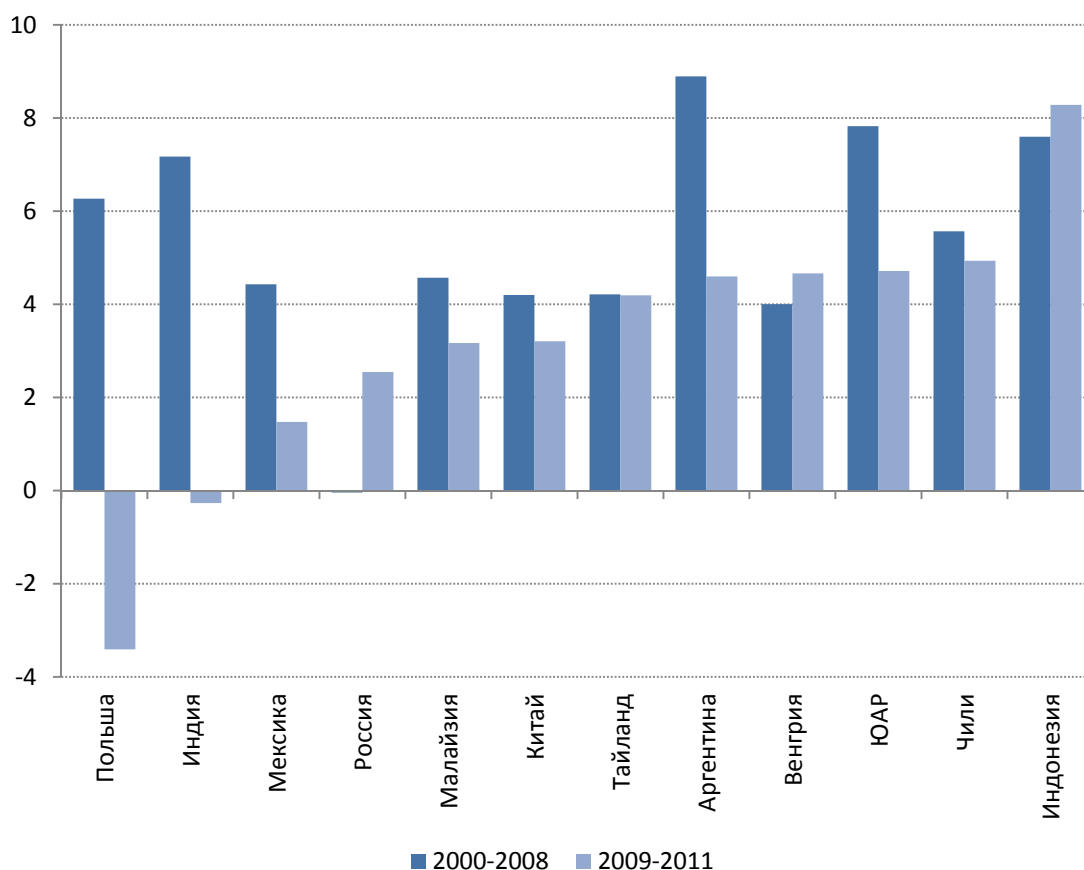


Рис.5: Реальные ставки кредитования нефинансового сектора
(средние значения за 2000 – 2008 и 2009 – 2011 г., %)

Источник: World bank, IMF, расчеты авторов

Оппоненты нынешнего курса ЦБ РФ, апеллируя к современному опыту Европы и тому, что регулятор должен быть кредитором последней инстанции, предлагают изменить нормальную функцию рефинансирования, превратив его из корректирующего механизма в источник дешевых и длинных пассивов для банков¹⁶. Использование «печатного станка» для финансирования экономического рывка возлагает на денежные власти решение задач фискальной политики¹⁷, что резко контрастирует с ситуацией в развитых странах, где был пройден долгий путь в направлении отделения фискальной политики от монетарной.

¹⁶ См. Глазьев С. О целях, проблемах и мерах государственной политики развития и интеграции// http://www.glazev.ru/econom_polit/305/

¹⁷ Наиболее четко стратегия расширения операций целевого рефинансирования представлена в докладе С. Глазьева «О целях, проблемах и мерах государственной политики развития и интеграции». Содержательно под расширением целевого рефинансирования понимается откровенный переход к финансированию экономического рывка за счет «печатного станка». В основе программы лежит чисто административная логика перераспределения ресурсов, дефицит которых предполагается покрыть монетарной накачкой, а потенциальные проблемы рекомендуется решать исключительно директивными методами. Институциональный аспект, включающий проект выстраивания механизмов рыночной экономики, которые могли бы эффективно работать в автономном режиме, в стратегии отсутствует.

Когда сегодня денежные власти развитых стран накачивают экономику ликвидностью, они параллельно с этим обсуждают стратегии выхода (т.н. «exit strategy») из сверхмягкого монетарного режима¹⁸. Они понимают, что текущее смягчение сменится ужесточением на стадии восстановления. Напротив, сторонники смягчения политики ЦБ РФ совершенно обходят вниманием тему последующего ужесточения – они не предполагают ни временных, ни количественных рамок для эмиссионной накачки. Это лишь доказывает, что они видят в смягчении монетарной политики не стабилизирующий инструмент, а рычаг, разгоняющий долгосрочный рост, и в этом их понимание денежной политики кардинально отличается от того, которое разделяется ведущими центральными банками мира.

Хорошей иллюстрацией различий в понимании функции денежной политики является разное отношение к термину «денежно-промышленная политика» (*mondustral policy*), которым было названо целевое кредитование Федеральным резервом системно значимых финансовых институтов и некоторых сегментов долгового рынка. В российских публикациях этот термин фигурирует в позитивной коннотации, а сама политика целевого эмиссионного кредитования рассматривается как желаемая для России¹⁹. При этом сам автор этого термина профессор Стэнфордского университета Дж. Тейлор относится к подобной политике отрицательно²⁰, считая, что подобные отклонения монетарных властей от стандартной модели денежной политики нежелательны²¹. Более того, действия центральных банков развитых стран, которые можно отнести к денежно-промышленной политике²², изначально запрограммированы регуляторами как временные, на что не всегда обращают внимание российские аналитики.

Центральный банк действительно должен обеспечивать банковский сектор ликвидностью, но недостаток длинных инвестиционных ресурсов не следует путать с недостатком ликвидности, которая по определению краткосрочна. В России действительно существует дефицит доступных длинных денег. По данным Всемирного

¹⁸ См. Minegishi M., Cournède B. Monetary policy responses to the crisis and exit strategies. – OECD, 2010. Borio C., Disyatat P. Unconventional monetary policies: an appraisal //The Manchester School. – 2010. – Т. 78. – №. s1. – С. 53-89.

¹⁹ Ершов М. Мировая экономика: перспективы и препятствия для восстановления //Вопросы экономики. – 2012. – №. 12.

²⁰ См.

Taylor J. B. The need to return to a monetary framework //Business Economics. – 2009. – Т. 44. – №. 2. – С. 63-72.

²¹ См.

Taylor J. B. The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong. – National Bureau of Economic Research, 2009. – №. w14631.

²² Элементом политики этого направления является программа “Funding for lending”, которую запустил Банк Англии. В задачу программы входит стимулирование кредитования реального сектора, причем Банк Англии частично берет на себя риск, связанный с кредитованием. См. пояснительную записку Банка Англии http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/explanatory_notefls120713.pdf

банка, отношение внутреннего банковского кредита к ВВП в России составляет 39%, что соответствует среднему уровню бедных стран. В странах, сравнимых с Россией по уровню экономического развития, проникновение кредита заметно выше. В среднем по Евросоюзу данный показатель составляет 156%, в Мексике – 45%, в Турции – 69%, в Индии – 75%, в Бразилии – 98%, в Китае – 145%, в ЮАР – 167% (см. рис. 6).

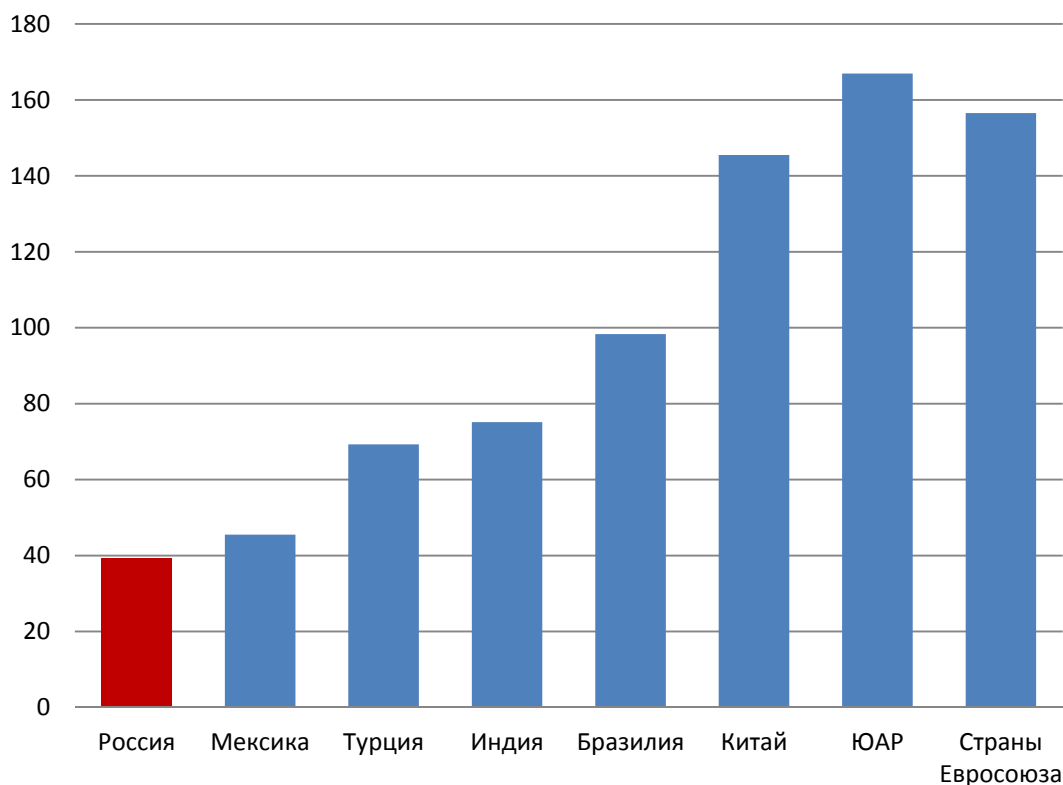


Рис.6: Отношение банковского кредита к ВВП (в 2011 г., %)

Источник: World Bank

Однако, причина подобного отставания заключается не в жесткой денежной политике, а в слабости финансовой системы, которая не способна эффективно трансформировать короткие сберегательные пассивы в длинные инвестиционные активы, а это входит в ее главные функции. Именно недоразвитостью финансового сектора объясняются низкие уровни монетизации российской экономики и отношения кредита к ВВП. И хотя установлено, что существует устойчивая связь между темпами экономического роста и долей внутреннего кредита в ВВП²³, она отражает лишь то, что более совершенный финансовый сектор способен эффективнее стимулировать экономическое развитие. На основе данных наблюдений нельзя делать вывод, что

²³ Levine R. Financial development and economic growth: views and agenda //Journal of economic literature. – 1997. – Т. 35. – №. 2. – С. 688-726.

искусственная накачка неэффективных банков деньгами даст необходимый импульс росту.

На текущий момент никаких радикальных изменений в общем курсе денежной политики Банка России не требуется. Стратегический курс на переход к инфляционному таргетированию и использованию краткосрочной ставки в качестве основного инструмента верен, поскольку такой монетарный режим доказал свою эффективность в других странах. Безусловно, это не означает, что центральный банк должен полностью игнорировать такие показатели как безработица, темпы экономического роста и производственный разрыв. Наоборот, учет всех этих показателей вполне входит в стандартный новокейнсианский монетарный режим.

Если под воздействием внешних факторов или иных причин российская экономика окажется под угрозой значительного циклического спада, то Банку России, безусловно, следует осуществить снижение процентных ставок и расширение рефинансирования. Хотя даже в этом случае при решении об уменьшении ставок должны учитываться темпы инфляции. Сами по себе недостаточные темпы экономического роста не должны быть основанием для монетарного ослабления, не говоря уже о переходе к политике количественного смягчения.

Другим направлением критики ЦБ РФ было осуждение «пассивной» эмиссионной политики, являющейся следствием режима фиксированного обменного курса. Однако сегодня Банк России уже в значительной мере отошел от действовавшей в середине 2000-х эмиссионной модели, при которой главным каналом эмиссии является скупка валюты для пополнения международных резервов. При этом следует отметить, что наличие высокой доли валютных инструментов в активах регулятора не является чем-то необычным – такая картина наблюдается не только в России и, вообще говоря, совершенно типична для развивающихся экономик (см. рис. 7).

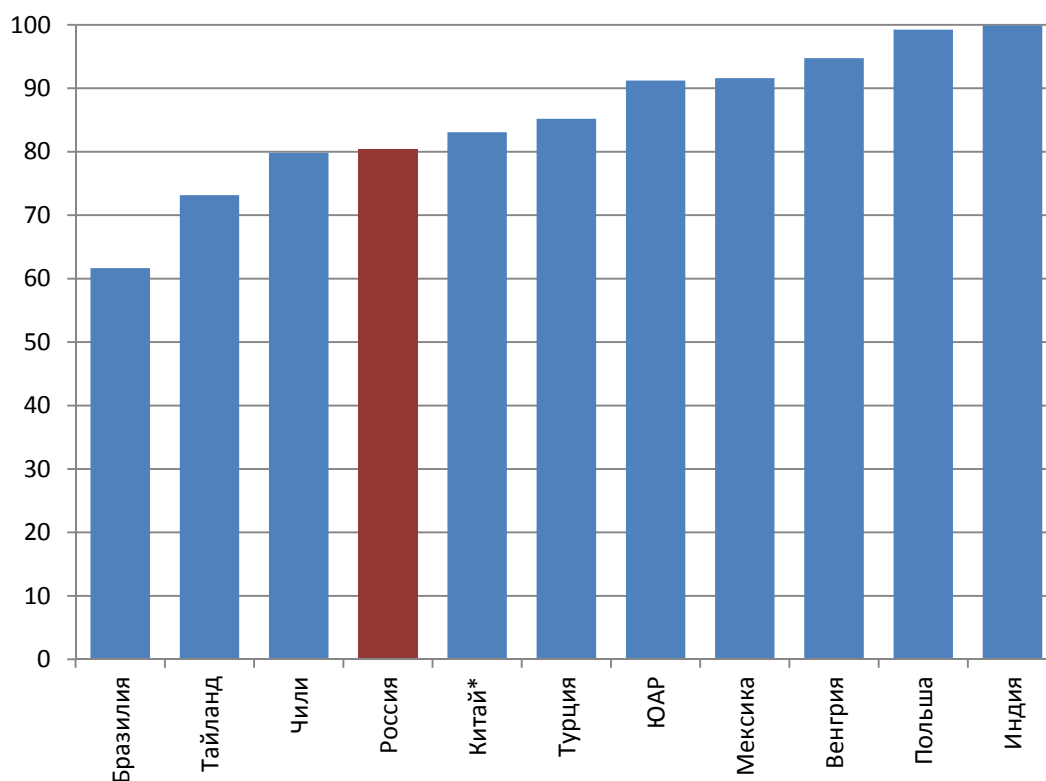


Рис.7: Доля валютных инструментов в активах центральных банков разных стран (по сост. на начало 2013 г., * – данные на конец 2010 г.)

Источник: официальные сайты центральных банков.

Сегодня очевидно, что темпы экономического роста в ближайшие десятилетия уже не будут такими высокими как в 2000-е. В такие моменты у власти особенно сильным становится соблазн отойти от трудных реформ, закладывающих фундамент для устойчивого долгосрочного развития, и, поддавшись давлению лоббистов, попытаться форсировать рост, опираясь на административные меры и «бесплатные» эмиссионные источники финансирования. Даже если оставить за скобками вопрос, нужно ли России ориентироваться на рискованную стратегию прорыва или придерживаться более консервативного курса на умеренное, но стабильное развитие, ставка на монетарное стимулирование как фундамент роста ошибочна. Ближайшие годы покажут, какой путь выберет политическая элита страны.