

Российская академия народного хозяйства  
и государственной службы  
при Президенте Российской Федерации

Е. Л. Горюнов, П. В. Трунин

## БАНК РОССИИ НА ПЕРЕПУТЬЕ

*Нужно ли смягчать  
денежно-кредитную политику*



Издательский дом «Дело»  
Москва · 2013

УДК 338.23:336.74  
ББК 65.262-18  
Г 67

**Горюнов, Е.Л., Трунин, П.В.**

Г 67 Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику / Е. Л. Горюнов, П. В. Трунин. – М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2013. – 26 с. – (Научные доклады: экономика).

ISBN 978-57749-0846-2

УДК 338.23:336.74  
ББК 65.262-18

ISBN 978-57749-0846-2

© ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2013

## ВВЕДЕНИЕ

По-видимому, период быстрого экономического роста в России закончился. Долгосрочный прогноз Минэкономразвития предполагает, что до 2030 г. среднегодовой темп роста российской экономики составит от 3,2% в инерционном сценарии до 5,4% в оптимистичном форсированном<sup>1</sup>. 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 с ориентирами, которые озвучил президент В. Путин в конце 2012 г. в своем послании Федеральному Собранию, где заявлено требование «ежегодного прироста не менее 5–6% ВВП»<sup>2</sup>. Помимо этого В. Путин обозначил проблему дефицита «длинных и дешевых» денег, необходимых для кредитования экономики, и, сославшись на опыт ФРС

<sup>1</sup> Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года // Минэкономразвития. 2013. [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](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)

<sup>2</sup> <http://kremlin.ru/news/17118>

и ЕЦБ, попросил правительство и Центробанк «подумать над механизмами решения этих задач». Вскоре был опубликован доклад под авторством С. Глазьева<sup>1</sup>, который рассматривался как один из кандидатов на роль председателя Центрального банка 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<sup>2</sup>.

Не последним аргументом в пользу смягчения политики ЦБ РФ является апелляция к действиям регуляторов развитых стран. Именно в этих странах центральные банки твердо декларируют 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.

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 соинвестором экономического роста. Кроме того, он дол-

<sup>1</sup> Глазьев С. Ю. (2013) О целях, проблемах и мерах государственной политики развития и интеграции // [http://www.glazev.ru/econom\\_polit/305/](http://www.glazev.ru/econom_polit/305/)

<sup>2</sup> «Идея наделения Банка России ответственностью за экономический рост обсуждается, но ни сроков, ни механизмов ее реализации пока нет», — сообщил журналистам пресс-секретарь главы государства Дмитрий Песков. <http://ria.ru/economy/20130327/929229980.html>

жен 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 так называемая новокейнсианская концепция денежной политики<sup>1</sup>.

Основополагающим в экономической теории является представление макроэкономической динамики как суммы двух компонент — трендовой и циклической. Долгосрочный тренд экономического роста определяется фундаментальными структурными параметрами экономической системы

<sup>1</sup> См.: *Blinder A. (1999) Central banking in theory and practice//The MIT Press*; *Clarida R., Gali J., Gertler M. (1999) The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective//Journal of Economic Literature, Vol. 37*; *Gali J. (2009) Monetary Policy, inflation, and the Business Cycle: An introduction to the new Keynesian Framework//Princeton University Press*; *Goodfriend M., Robert K. (1997) The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy//NBER Macroeconomics Annual.*

и, прежде всего, темпами накопления производственного и человеческого капитала, технологическим прогрессом и другими реальными факторами. Циклическая компонента возникает как результат отклонения от тренда под действием различных макроэкономических шоков. В отсутствие шоков экономика находится на так называемом 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 развития<sup>1</sup>. Разумная политика, наоборот, может способствовать снижению 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 неограниченный 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,

<sup>1</sup> См. эмпирические исследования: *Barro R. (1995) Inflation and economic growth// NBER Working paper No. w5326; Roubini, N., Salai-Martin. (1992) Financial repression and economic growth// Journal of Development Economics, 39 (1); De Gregorio, J. (1992) Economic Growth in Latin America// Journal of Development Economics, 39 (1); De Gregorio, J. (1993) Inflation, taxation, and long-run growth// Journal of Monetary Economics, 31 (3).*

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.

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 тренду стимулирование сворачивается и сменяется ужесточением при превышении выпускном потенциального уровня.



В наиболее явной форме это выражает так называемое *Правило Тейлора*<sup>1</sup>, 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 долгосрочному тренду.

В этом направлении эволюционировала и соответствующая нормативная база — сегодня мандат денежных властей предполагает в качестве приоритетных целей достижение предсказуемой инфляции, сбалансированного роста и полной занятости<sup>2</sup>. 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, так как 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.

<sup>1</sup> См. *Taylor J. B. (1993) Discretion versus policy rules in practice // Carnegie-Rochester conference series on public policy. Vol. 39. North-Holland.*

<sup>2</sup> Причем под полной занятостью понимается не 100-процентная 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 ликвидности<sup>1</sup>. 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<sup>2</sup>. 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

<sup>1</sup> Классическая работа по кризисам ликвидности: *Diamond D. W., Dybvig P. H. (1983) Bank runs, deposit insurance, and liquidity // The Journal of Political Economy.*

<sup>2</sup> Существует даже мнение, согласно которому в развитых странах, и в частности в США, денежная эмиссия давно используется как инструмент монетизации государственного долга и является источником кредитной экспансии, произошедшей после 80-х гг. прошлого века. Однако такая версия не находит убедительного подтверждения в данных.

наблюдали в развитых экономиках до кризиса 2008–2009 гг. 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 следует особо выделить три «нетипичных» направления монетарной политики. Во-первых, были значительно расширены операции рефинансирования. Это выражалось в том, что регуляторы значительно увеличили сроки предоставления кредитов, смягчили требования к залому по операциям рефинансирования, а также расширили круг финансовых институтов, допущенных к получению кредитов 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 ставки<sup>1</sup>.

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

<sup>1</sup> Обзор антикризисной политики центральных банков разных стран можно найти в работах: *Kluew V., de Imus Ph., Srinivasan K. (2009) Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies // IMF Staff Position Note SPN/09/27; Borio C., Disyatat P. (2009) Unconventional Monetary Policies: an Appraisal // BIS Working paper. No. 292; Minegishi M., Courne de B. (2010) Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies // OECD Economics Department Working Papers. No. 753.*

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 г. началось восстановление экономической активности, Банк Канады резко сократил рефинансирование и повысил ставки, завершив тем самым антикризисный денежный маневр (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 устойчивый рост, цены находятся на уровне 1992 г., а фондовые индексы вовсе на уровне середины 1980-х.

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

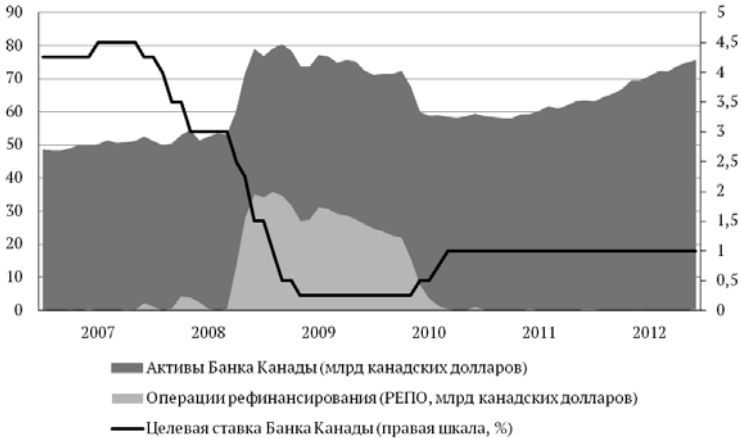


Рис. 1. Антикризисная политика Банка Канады — снижение ставок и расширение рефинансирования  
 Источник: Bank of Canada.

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 г. 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 бумаг<sup>1</sup>, 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 ин-

<sup>1</sup> См.: Gagnon J., Raskin M., Remache J., Sach B. (2010) Large-Scale Asset Purchases by the federal Reserve: Did They Work? // Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. No. 441.

тервенции 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 системы<sup>1</sup>. Изъятие из обращения некоторых проблемных активов было необходимо для снижения риск-премий на денежном рынке и восстановления 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 гг. — 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.

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 (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 ипо-

<sup>1</sup> См.: *Maditgan B. (2009) Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis*//Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming; *Bernanke B. (2009) The Crisis and Policy Response*//Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England.

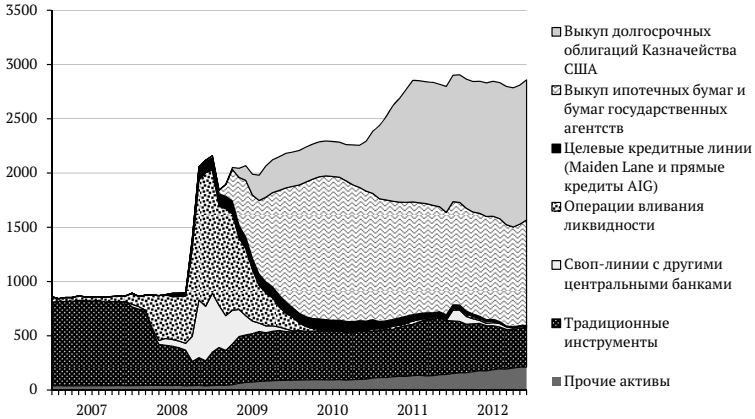


Рис. 2. Структура активов ФРС (млрд долл. США)  
 Источник: FRB of Cleveland.

течных бумаг на балансе ФРС не сокращается и составляет сегодня около 1 трлн долларов, 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 г. 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 деньгами<sup>1</sup>. 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,

<sup>1</sup> Ершов М.В. (2012) Мировая экономика: перспективы и препятствия для восстановления // Вопросы экономики. 2012. № 12.

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 зависят 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 лет<sup>1</sup>. 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 при-

<sup>1</sup> См.: *Bernanke B. (2012) Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy // Speech at the Economic Club of Indiana, Indianapolis, Indiana.*



мер дает Банк Японии и его политика в первой половине 2000-х гг.<sup>1</sup>

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, так как 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<sup>2</sup>. Обвиняя ЦБ РФ в излиш-

<sup>1</sup> См.: *Yamaoka H., Syed M. (2010) Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy// IMF Working papers WP/10/114.*

<sup>2</sup> В частности, 24 января 2013 г. в интервью каналу «Россия 24» предприниматель О. Дерипаска заявил: «Центральный банк России, на мой взгляд, действует как коновал, который выпустил всю кровь из экономики. Да, спасли несколько банков, у нас более или менее стабильная ситуация в банковской сфере. Однако рост в IV квартале практически остановлен, ставки на высоченном уровне, доступ экономических субъектов к финансовому ресурсу отсутству-



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 автора.

ней сдержанности, оппоненты сравнивают ставку рефинансирования в России, составляющую сегодня 8,25%, с аналогичной ставкой в развитых странах, где она близка к нулю<sup>1</sup>. 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 (рис. 3).

И, что важнее, ставка рефинансирования в России не отражает реальной стоимости кредитных ресурсов<sup>2</sup>. Действи-

ет. Центральный банк прячется за ширмой общих фраз, говоря про структурные проблемы в экономике, которые невозможно преодолеть. Однако он ничего не делает, чтобы произошли изменения. Все центральные банки мира, понимая экономическую ситуацию, создали программу мер, которая бы поддерживала занятость, стабилизировала ситуацию и обеспечивала возникновение экономического роста. В России все полностью наоборот».

<sup>1</sup> См.: Карцев Д. (2013) Девушка с рублем // Русский репортер. 2013. №10 (288).

<sup>2</sup> См.: Хромов М. (2009) Ненужная ставка // [http://slon.ru/economics/nenuzhnaya\\_stavka-134\\_275.xhtml](http://slon.ru/economics/nenuzhnaya_stavka-134_275.xhtml)



Рис. 4. Ставка межбанковского кредита, депозитная ставка ЦБ и ставка рефинансирования (%; среднемесячные значения ставок)  
 Источник: ЦБ РФ, расчеты автора.

тельным индикатором состояния денежного рынка является ставка краткосрочного межбанковского кредита, которая на протяжении большей части 2000-х гг. колебалась около нижней границы процентного коридора ЦБ<sup>1</sup>, а в реальном выражении была глубоко отрицательной (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 об-

<sup>1</sup> 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.

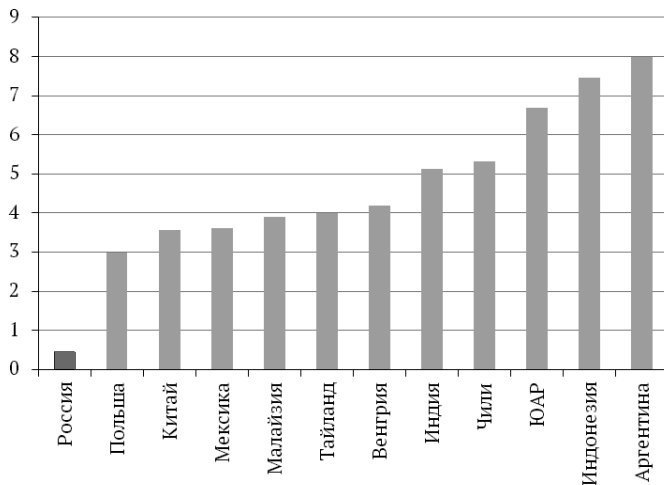


Рис. 5. Реальные ставки кредитования реального сектора (среднее значение за 2000–2011 гг., %)   
Источник: World bank, IMF, расчеты автора.

винений Банка России в излишне жесткой политике нет никаких оснований.

Так же как нет оснований полагать, что в России стоимость заимствования является беспрецедентно высокой. В действительности в России среднее значение реальных ставок кредитования за минувшее десятилетие было не только самым низким среди стран БРИКС, но и одним из самых низких в мире (рис. 5). Сегодня 71% предприятий имеют доступ к кредитам на приемлемых условиях, и только 4% считают, что недостаток займов тормозит их развитие<sup>1</sup>.

Оппоненты нынешнего курса ЦБ РФ, апеллируя к современному опыту Европы и тому, что регулятор должен быть кредитором последней инстанции, предлагают изменить

<sup>1</sup> См.: Цухло С. (2013) Российская промышленность в январе 2013 г. // Экономическое развитие России. 2013. № 3. Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара, [http://www.iep.ru/files/text/RED/Russian\\_Economic\\_Developments\\_03\\_2013.pdf](http://www.iep.ru/files/text/RED/Russian_Economic_Developments_03_2013.pdf)

нормальную функцию рефинансирования, превратив его из корректирующего механизма в источник дешевых и длинных пассивов для банков<sup>1</sup>. Использование «печатного станка» для финансирования экономического рывка возлагает на денежные власти решение задач фискальной политики<sup>2</sup>, что резко контрастирует с ситуацией в развитых странах, где был пройден долгий путь в направлении отделения фискальной политики от монетарной.

Когда сегодня денежные власти развитых стран накачивают экономику ликвидностью, они параллельно с этим обсуждают стратегии выхода (так называемые *exit strategies*) из сверхмягкого монетарного режима<sup>3</sup>. 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 полити-

<sup>1</sup> См.: Глазьев С.Ю. (2013) О целях, проблемах и мерах государственной политики развития и интеграции // [http://www.glazev.ru/econom\\_polit/305/](http://www.glazev.ru/econom_polit/305/). С. 27.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> См.: Minegishi M., Cournede B. (2010) Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies // OECD Economics Department Working Papers, No. 753, OECD Publishing; Borio C., Disyatat P. (2009) Unconventional monetary policy: an appraisal // BIS Working Papers. No. 292.

ки 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» (*mondustrial 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 России<sup>1</sup>. При этом сам автор этого термина профессор Стэнфордского университета Дж. Тейлор относится к подобной политике отрицательно<sup>2</sup>, считая, что подобные отклонения монетарных властей от стандартной модели денежной политики нежелательны<sup>3</sup>. Более того, действия центральных банков развитых стран, которые можно отнести к денежно-промышленной политике<sup>4</sup>, 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 Рос-

<sup>1</sup> *Ершов М.В. (2012) Мировая экономика: перспективы и препятствия для восстановления // Вопросы экономики. 2012. № 12.*

<sup>2</sup> *См.: Taylor J. (2009) The need to return to a monetary framework // Business Economics. Vol. 44. No. 2.*

<sup>3</sup> *См. Taylor J. (2009) The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong // NBER Working paper, w14 631.*

<sup>4</sup> 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\\_notefls120\\_713.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/explanatory_notefls120_713.pdf)

сии действительно существует дефицит доступных длинных денег. По данным Всемирного 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% (рис. 6).

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 главнейшие 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

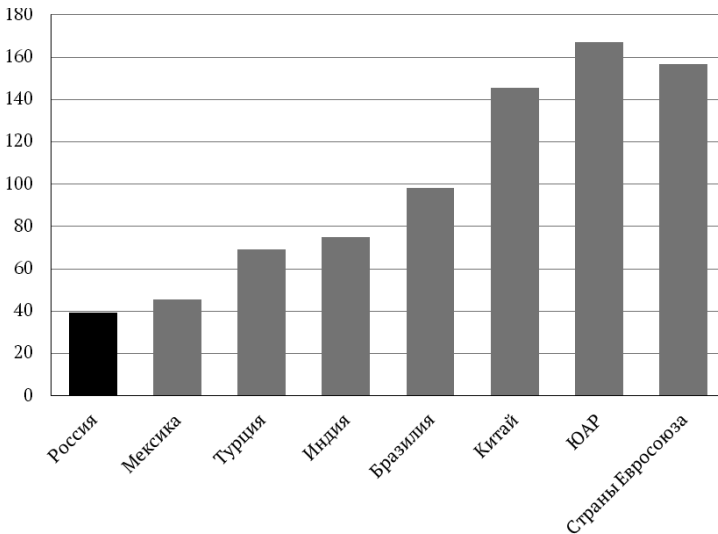


Рис. 6. Отношение банковского кредита к ВВП (2011 г., %)  
 Источник: World Bank.

и долей внутреннего кредита в ВВП<sup>1</sup>, она отражает лишь то, что более совершенный финансовый сектор способен эффективнее стимулировать экономическое развитие. На основе данных наблюдений нельзя делать вывод, что 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.

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. Следует, однако, отметить, что наличие высокой доли валютных инструментов в активах регулятора не является чем-то необычным — такая картина наблюдается не только в России и вообще совершенно типична для развивающихся экономик (см. рис. 7). В нашей стране такая структура активов центрального банка объясняется наследием политики фиксированного обменного курса, проводимой в середине 2000-х гг.

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»

<sup>1</sup> *Levine R. (1997) Financial development and economic growth: views and agenda // Journal of Economic Literature, 35 (2).*



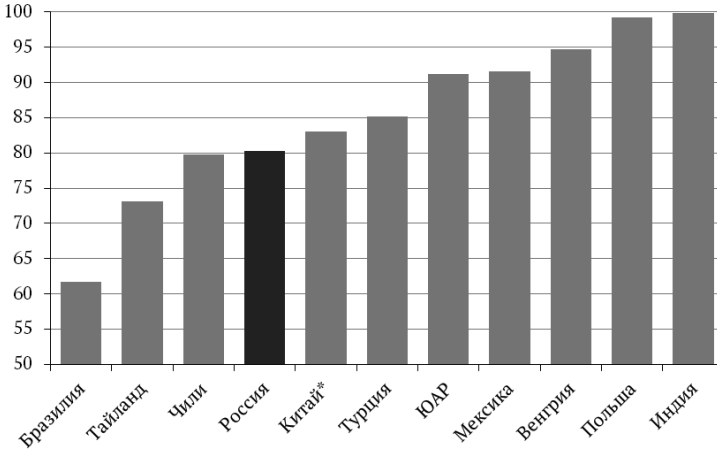


Рис. 7. Доля валютных инструментов в активах центральных банков разных стран (по состоянию на начало 2013 г., \* – данные на конец 2010 г.)

Источник: официальные сайты центральных банков.

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 российское правительство.

*Научная литература*

Серия «Научные доклады: экономика»

Евгений Львович Горюнов,  
Павел Вячеславович Трунин

**Банк России на перепутье**

Нужно ли смягчать денежно-кредитную политику

Выпускающий редактор *Е. В. Попова*

Редактор *О. В. Герасенкова*

Художник *В. П. Кориунов*

Оригинал-макет *О. З. Элоев*

Компьютерная верстка *Е. В. Немешаева*

Подписано в печать 29.04.2013 Формат 60х90/16  
Гарнитура ПТ Сериф. Усл. печ. л. 1,6. Тираж 500 экз.  
Заказ № 446

Издательский дом «Дело» РАНХиГС  
119571, Москва, пр-т Вернадского, 82–84  
Коммерческий отдел – тел. (495) 433-25-10, (495) 433-25-02  
com@anx.ru  
www.domdelo.org

Отпечатано в типографии РАНХиГС  
119571, Москва, пр-т Вернадского, 82–84