

*Е. Горюнов, П. Трунин*

## **Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику?**

Замедление темпов экономического роста вынуждает власти искать механизмы стимулирования экономического развития, в качестве одного из них рассматривается денежная эмиссия. В посткризисный период в развитых странах стали активно применять политику радикального денежного смягчения, направленную на поддержание экономической активности. Это, казалось бы, дает дополнительные аргументы в пользу реализации подобной политики в России. Однако такая точка зрения ошибочна, поскольку основана на неверных представлениях о целях монетарной политики, проводимой в развитых странах, и игнорирует различия в макроэкономических условиях между ними и Россией.

*Ключевые слова:* денежно-кредитная политика, денежная экспансия, антикризисные меры, рефинансирование, количественное смягчение.

*JEL:* E44, E52, E58, E63, G21.

По-видимому, период быстрого экономического роста в России закончился. В соответствии с долгосрочным прогнозом Минэкономразвития до 2030 г. среднегодовой темп прироста российской экономики составит от 3,2% в инерционном сценарии до 5,4% в оптимистичном форсированном<sup>1</sup>. Это существенно ниже темпов роста российской экономики в докризисные годы, — в среднем за период с 2000 по 2008 г. ВВП рос на 7% в год. Такие низкие темпы ожидаемого роста не согласуются с ориентирами, озвученными президентом РФ В. В. Путиным в конце 2012 г. в послании Федеральному Собранию, где заявлено требование «ежегодного прироста не менее 5–6% ВВП». Помимо этого, президент обозначил проблему дефицита «длинных и дешевых» денег, необхо-

---

*Горюнов Евгений Львович* (gogunov@iet.ru), научный сотрудник Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва); *Трунин Павел Вячеславович* (pt@ier.ru), завлабораторией денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва).

<sup>1</sup> Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года / Министерство экономического развития РФ, март 2013 г. [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).

димых для кредитования экономики, и, сославшись на опыт ФРС и ЕЦБ, попросил правительство и Центробанк «подумать над механизмами решения этих задач». Вскоре был опубликован доклад акад. С. Ю. Глазьева, которого считали вероятным кандидатом на должность 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 (Глазьев, 2013). Одновременно в правительстве обсуждается возможность закрепить за Центральным банком ответственность за стимулирование экономического роста.

Существенным аргументом в пользу смягчения политики ЦБ РФ выступает апелляция к действиям регуляторов развитых стран. Именно в них центральные банки твердо декларировали свою автономию, ориентацию исключительно на достижение стабильной и низкой инфляции при минимальном вмешательстве в функционирование кредитных рынков и не признавали за собой роли «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 их придерживаться в России? Не лучше ли делать то, что делают центральные банки в США, Великобритании, Японии и еврозоне, — стимулировать экономический рост за счет денежной эмиссии? По мнению адептов смягчения монетарной политики, нужно превратить Банк России в институт развития, сделав его полноценным соинвестором экономического роста. Кроме того, он должен быть включен в процесс создания «длинных и дешевых» денег, как в США и Европе.

В действительности такая точка зрения несостоятельна, поскольку основана на неправильной интерпретации действий зарубежных регуляторов и непонимании принципиальных различий между макроэкономическими условиями в России и развитых странах. «Нетрадиционные» меры центральных банков в развитых странах не входят в противоречие с основными принципами реализации денежной политики, не предполагают кардинального пересмотра роли центральных банков и использования их в качестве основного генератора инвестиционных ресурсов. Поскольку для российской экономики не актуальны проблемы, которые зарубежные центробанки стремятся решать при помощи ультрамягкой политики, Банку России не следует прибегать к стратегии эмиссионной накачки экономики.

### **Теоретические основы денежной политики: новокейнсианский монетарный режим**

Практическое проведение денежной политики в развитых странах опирается на глубокий теоретический и эмпирический фундамент. Сегодня наиболее продвинутым и эффективным монетарным режимом

выступает таргетирование инфляции, теоретическим базисом которого служит *новокейнсианская* (new Keynesian) концепция денежной политики<sup>2</sup>.

Основополагающим в экономической теории стало представление макроэкономической динамики как суммы двух компонент — трендовой и циклической. Долгосрочный тренд экономического роста (потенциальный темп роста) определяется фундаментальными структурными параметрами экономической системы, 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<sup>3</sup>, темпы роста стабильные, на рынке труда наблюдается 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 путем влияния на фундаментальные факторы, а задача стабилизационной политики — сглаживать макроэкономические колебания, чтобы поддерживать стабильный рост без рецессий и перегрева. Естественно, что направление и интенсивность стабилизационных мер зависят от стадии цикла: если экономика находится ниже своего потенциала, то ей требуется стимулирующий импульс, но когда «провал» преодолен и начался экономический бум, стимулирование должно смениться охлаждающим воздействием.

Какое место в этой классификации занимает монетарная политика? За последние 100 лет представление о целях, инструментах и каналах воздействия денежной политики заметно эволюционировало. В течение этого периода в мире применялись разнообразные монетарные и валютные режимы, начиная с золотого стандарта и заканчивая современным таргетированием инфляции. Тем не менее экономическая наука никогда не ставила под сомнение принцип, согласно которому денежная политика может выполнять на практике исключительно стабилизирующую роль. Денежная эмиссия — мощный и доступный инструмент, однако эффект от монетарных стимулов сравнительно краткосрочный. Он не оказывает воздействия на структурные макроэкономические параметры, от которых зависят долгосрочные темпы экономического развития, но облагает экономику искажающим инфляционным налогом. Такая иррелевантность денежной политики известна как *принцип ее долгосрочной нейтральности*.

Безусловно, принцип нейтральности — как, впрочем, и любой другой теоретический принцип, — нельзя абсолютизировать и трактовать слишком буквально. Очевидно, что невозможно полностью

---

<sup>2</sup> Основные положения новокейнсианской концепции денежной политики см. в: Blinder, 1999; Clarida et al., 1999; Gali, 2009; Goodfriend, King, 1997.

<sup>3</sup> Потенциальный уровень выпуска — это гипотетический уровень, соответствующий равновесию, которого достигнет экономика при отсутствии негибкости цен. В этом равновесии все факторы производства используются оптимально, поэтому потенциальный уровень выпуска выступает точкой отсчета при определении стадии экономического цикла.

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>4</sup>. Напротив, разумная политика может содействовать снижению неопределенности и ускорению экономического роста. Причем существует некоторая асимметричность — сама по себе грамотная денежная политика не гарантирует радикального роста общественного благосостояния, а разрушительный потенциал неверной денежной политики огромен.

Прикладной смысл принципа нейтральности состоит в том, что монетарными методами можно решать крайне ограниченный набор экономических проблем и заменять первыми фундаментальные реформы, направленные на изменение структурных параметров экономической системы, невозможно. Этот урок хорошо усвоен в развитых странах, где со временем де-факто полностью отказались возлагать на центральный банк функции стимулирования долгосрочного экономического развития через эмиссионное кредитование.

Расширение независимости центральных банков стало важным шагом на пути отделения фискальной политики от денежной. Можно утверждать, что все ключевые институциональные инновации в области денежной политики за последние 30 лет были направлены именно на максимальное ограничение возможностей злоупотреблять монетарным стимулированием. Иными словами, было признано, что источником государственных и частных инвестиций должны быть исключительно сбережения населения, государства или нерезидентов, но не денежная эмиссия. Это означает также, что центральный банк не должен быть заложником неопределенности, связанной с инвестициями, то есть его активы должны нести минимальный риск. Подчеркнем, что в данном случае речь идет не о принципиальном отказе от кредитной экспансии как механизма стимулирования экономики, а об *ограничении ее источников*. Если государство желает финансировать долгосрочные инфраструктурные проекты, то 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. В этом обороте средств центральному банку отводится только роль регулятора, обеспечивающего устойчивость финансовой системы.

Хотя в задачи центрального банка не входит обеспечение инвестиционного спроса кредитными ресурсами, его роль в экономике огромна. К обязанностям центробанка относятся: 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 последствиями циклов. Активная процентная политика позволяет

---

<sup>4</sup> См. эмпирические исследования: Barro, 1995; Roubini, Sala-i-Martin, 1992; De Grigorio, 1992; 1993.

стимулировать экономический рост во время рецессий через снижение процентных ставок и сдерживать его в периоды перегрева экономики за счет их повышения. Обусловленность монетарного стимулирования стадией цикла имеет решающее значение: по мере возвращения экономики к своему потенциалу стимулирование сокращается и сменяется ужесточением, когда выпуск превышает потенциальный уровень.

В наиболее явной форме это выражает так называемое «правило Тейлора»<sup>5</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 экономического роста, соответствующий потенциальному.

В этом направлении эволюционировала и нормативная база: сегодня мандат денежных властей развитых стран предполагает в качестве приоритетных целей достижение предсказуемой инфляции, сбалансированного роста и полной занятости<sup>6</sup>. Закрепленное в законодательстве США требование к ФРС «обеспечивать умеренность долгосрочных ставок» представляет собой анахронизм и по факту давно не служит 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 потребность в ликвидности, но по тем или иным причинам не может или не желает обращаться на межбанковский рынок. В таком случае ликвидность должен предоставлять центральный банк, но на короткий срок и под надежный залог. Рефинансирование при этом может быть для банков не регулярным источником пассивов, а только опцией в исключительных ситуациях.

Если центральный банк ограничивается лишь вливанием ликвидности, которая по определению краткосрочная, то откуда взять средства для финансирования долгосрочных инвестиционных проектов? Ответ на данный вопрос однозначный: «длинные» деньги должны формироваться внутри самой финансовой системы. Собственно именно трансформация преимущественно «коротких» пассивов в «длинные» ресурсы финансирования инвестиционных проектов и выступает одной из важнейших функций банковского сектора, о которой часто забывают. Подобная трансформация в силу различной временной структуры активов и пассивов финансовых посредников связана с возникновением рисков кризиса ликвидности<sup>7</sup>. Об их предотвращении

---

<sup>5</sup> См.: Taylor, 1993.

<sup>6</sup> Под полной занятостью понимается не 100-процентная занятость всего трудоспособного населения, а занятость, которая обеспечивает выпуск, соответствующий потенциальному уровню.

<sup>7</sup> Механизмы кризиса ликвидности, возможного при несоответствии временной структуры пассивов и активов (maturity mismatch) финансового посредника, описаны в классической работе: Diamond, Dybvig, 1983.

и должен заботиться центральный банк, 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. Принципиальны в данном случае два момента. Во-первых, в нормальной ситуации в активах центрального банка доминируют краткосрочные бумаги, а долгосрочные занимают сравнительно небольшую долю. Во-вторых, нужно принимать во внимание размер такого эмиссионного кредитования. Если величина государственного долга на порядок превышает размер активов регулятора, то нет оснований говорить об экономически значимом эмиссионном кредитовании государства. Именно такую ситуацию мы наблюдали в развитых странах до кризиса 2008—2009 гг. Что изменилось с наступлением кризиса? Насколько сегодняшнее поведение центральных банков соответствует описанной концепции? Оказывается, в целом оно ей не противоречит.

### **Интерпретация мер нетрадиционной денежной политики**

Из всего пакета антикризисных мер, реализованных в развитых странах, начиная с 2008 г., следует особо выделить три *нетипичных* направления монетарной политики.

Во-первых, операции рефинансирования были расширены как в количественном, так и в качественном отношении. Это выражалось в том, что регуляторы не только нарастили объемы рефинансирования, но и значительно увеличили сроки предоставления кредитов, смягчили требования к залому, а также расширили круг финансовых институтов, которые могут получить кредиты центрального банка.

Во-вторых, центральные банки выдавали целевые кредиты на поддержку конкретных секторов и финансовых институтов, а также приобретали различные нетрадиционные активы, включая ценные бумаги частных эмитентов. В итоге в их портфеле активов заметную долю составили рискованные инструменты, чего раньше не наблюдалось.

В-третьих, продолжается последовательное накачивание банковского сектора ликвидностью, осуществляемое через выкуп преимущественно долгосрочных государственных облигаций, что ведет к понижению долгосрочных ставок<sup>8</sup>.

С началом кризиса некоторые центральные банки из регуляторов превратились в маркет-мейкеров — ключевых игроков на финансовых рынках. Означает ли это, что фактически они нарушили принципы, которые ранее декларировались руководителями центральных банков и академическим сообществом? Ведь именно интервенции подобного

---

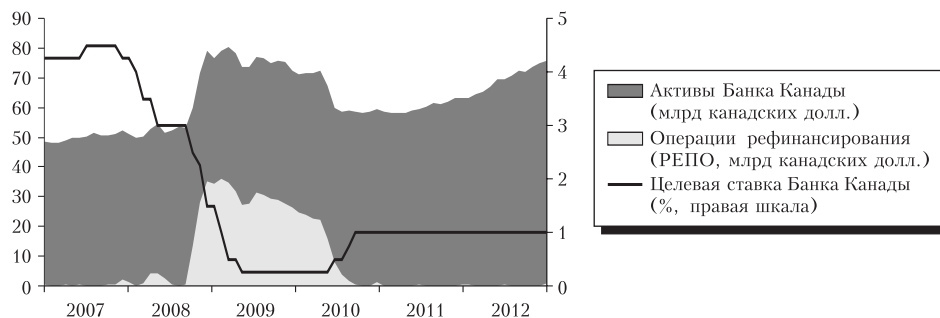
<sup>8</sup> Обзор антикризисной политики центральных банков разных стран см. в: Klyuev et al., 2009; Borio, Disyatat, 2010; Minegishi, Cournède, 2010.

характера и масштаба наталкивают на мысль, что центральные банки развитых стран в критический момент решили полностью отказаться от прежней парадигмы денежной политики.

Отчасти это так, но следует иметь в виду, что 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 их использование обусловлено исключительно тем, что привычные инструменты в условиях глубокого спада и неустойчивости финансовой системы утратили свою эффективность. В странах, где ситуация была не столь тяжелой и традиционные механизмы были действенны, центральные банки не отклонялись от своего обычного режима.

Например, Банк Канады, несмотря на значительный экономический спад 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 (см. рис. 1). Наоборот, решительный отход от канонического режима денежной политики происходит в Японии, где ситуация очень сложная: уже более 20 лет не удается запустить устойчивый рост, цены находятся на уровне 1992 г., а фондовые индексы — на уровне середины 1980-х годов.

**Антикризисная политика Банка Канады —  
снижение ставок и расширение рефинансирования**



Источник: Bank of Canada.

Рис. 1

Таким образом, хотя многие центральные банки вышли за рамки стандартного новокейнсианского режима и явно заступили на поле фискальной политики, подобное развитие событий рассматривается как вынужденное, нежелательное и главное — временное, обусловленное циклическим спадом. Совершенно неправильно трактовать нетрадиционные действия центральных банков развитых стран как отказ от политики невмешательства в функционирование кредитных рынков и стратегический выбор в пользу интервенционизма. Как и прежде, денежные власти считают основной для себя *роль антикризисного оператора, а не института развития.*



В июле 2008 г. ФРС открыла 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>9</sup>, то есть фактически регулятор выступал крупнейшим кредитором для данного сегмента. Для американского регулятора взять на свой баланс такой объем рискованных активов — факт беспрецедентный. 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, какими мотивами продиктовано подобное поведение денежных властей. В действительности ФРС выполняла функцию, ради которой она и была создана, — предотвращение «банковской паники», угрожающей коллапсом всей финансовой системы<sup>10</sup>. Изъять из обращения некоторые проблемные активы было необходимо для снижения риск-премий на денежном рынке и восстановления нормального функционирования межбанковского кредитования, то есть для борьбы с острым кризисом ликвидности. Прямой фискальный мотив обеспечить реальный сектор 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 при этом они достигали своей приоритетной цели — стабилизации финансовой системы.

Характерно, что специально созданные схемы вливания ликвидности были закрыты, как только миновала острая фаза кризиса. В настоящее время кредитные линии Maiden Lane практически полностью свернуты (см. рис. 2). Это подтверждает, что мотивом предоставления рефинансирования было оказание экстренной помощи, а 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 долл., что эквивалентно  $\frac{1}{3}$  ее активов, 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 1,5 раза, ФРС и Банка Англии — в 3 раза. Интенсивность денежных вливаний не ослабевает. Подобные действия часто интерпретируют как

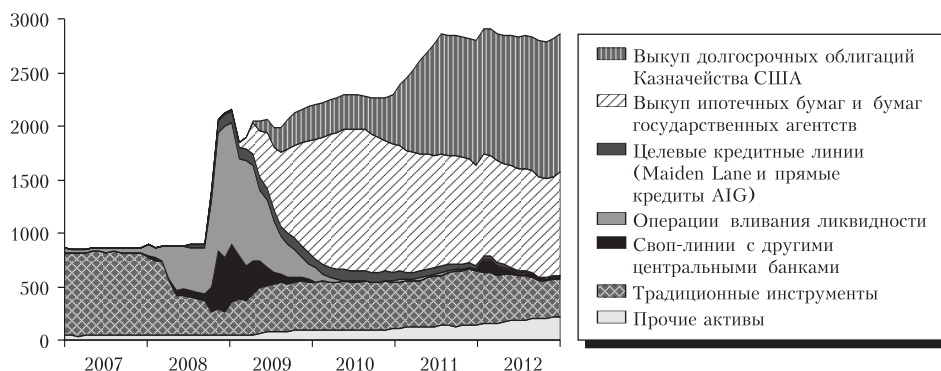
---

<sup>9</sup> См.: Gagnon et al., 2010.

<sup>10</sup> Комментарии руководства ФРС относительно целей и инструментов проводимой антикризисной денежной политики см. в: Madigan, 2009; Bernanke, 2009.



Структура активов ФРС (млрд долл.)



Источник: FRB of Cleveland.

Рис. 2

эмиссионное накачивание экономики «длинными» деньгами<sup>11</sup>. Хотя для такого заключения имеются некоторые основания, оно не вполне верно. Во-первых, введенные в обращение деньги будут стерилизованы на стадии восстановления, то есть вряд ли они в действительности окажутся «длинными». Во-вторых, цель интервенций состоит прежде всего в снижении долгосрочных рыночных 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 сместить интервенции в долгосрочный сегмент долгового рынка и непосредственно оказывать давление на долгосрочные ставки. Именно этими соображениями руководствуются монетарные власти, когда осуществляют эмиссию под покупку облигаций со сроком погашения более пяти лет<sup>12</sup>. В странах, где не было проблемы «нулевой границы» инструментальной ставки, интервенции на рынке долгосрочных инструментов не проводились.

Описанная практика выкупа долгосрочных бумаг не эквивалентна предоставлению «длинных» кредитов реальному сектору, так как центральные банки не ставят задачу инвестировать в экономику собственные средства и заменить собой банковский сектор, они только стремятся оживить кредитный рынок. Как только экономика выйдет на новый виток устойчивого роста, долгосрочные активы будут проданы, размер баланса центрального банка постепенно сократится, а главным инструментом денежной политики вновь станет краткосрочная ставка денежного рынка.

<sup>11</sup> См.: Ершов, 2012.

<sup>12</sup> Объяснение руководства ФРС причин, по которым регулятор осуществлял операции на открытом рынке с долгосрочными инструментами, см. в: Bernanke, 2012.

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 политика Банка Японии в первой половине 2000-х годов<sup>13</sup>.

Разумеется, состояние денежной сферы в Великобритании, еврозоне, США и тем более Японии далеко от нормального. Существует серьезная угроза развития событий по японскому сценарию во всех крупнейших экономиках. В этом случае период стагнации затянется, и 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 служить основанием для отказа от использования такого режима в странах с развивающейся экономикой, так как он доказал свою эффективность в Канаде, Австралии, Ю. Корее, ЮАР, Норвегии, Чили и др.

### 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 текущую ставку рефинансирования в России — 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).

Но, что важнее, ставка рефинансирования в России не отражает реальную стоимость кредитных ресурсов. Действительным индикатором состояния денежного рынка выступает ставка краткосрочного межбанковского кредита, которая на протяжении большей части 2000-х годов колебалась около нижней границы процентного коридора ЦБ<sup>14</sup>, а в реальном выражении была сильно 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. Учитывая, что инфляция никогда не была ниже 6%, такую монетарную политику иначе как *адаптивной*

---

<sup>13</sup> См.: Syed, Yamaoka, 2010.

<sup>14</sup> Отметим, что процентный коридор ЦБ РФ приобрел большое 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 ниже ставки рефинансирования.

**Ставка рефинансирования и ставка по кредиту  
нефинансовому сектору в реальном выражении**  
(среднегодовые значения ставок, %)



*Примечание.* Ставка по кредитам нефинансовому сектору рассчитана по всем кредитам, кроме кредитов Сбербанка.

*Источники:* ЦБ РФ; расчеты авторов.

Рис. 3

назвать нельзя. Только сейчас, по мере снижения инфляции, увеличения депозитной ставки ЦБ РФ и перехода к структурному дефициту ликвидности реальные ставки денежного рынка стали двигаться в сторону положительных значений. Таким образом, для обвинений Банка России в излишне жесткой политике нет оснований.

Также нет оснований полагать, что в России стоимость заимствований беспрецедентно высокая. В докризисный период реальные кредитные ставки были не только самыми низкими среди стран БРИКС, но и одними из самых низких в мире. После 2009 г. ситуация изме-

**Ставка на рынке межбанковского кредитования  
и процентный коридор ЦБ РФ (% годовых)**

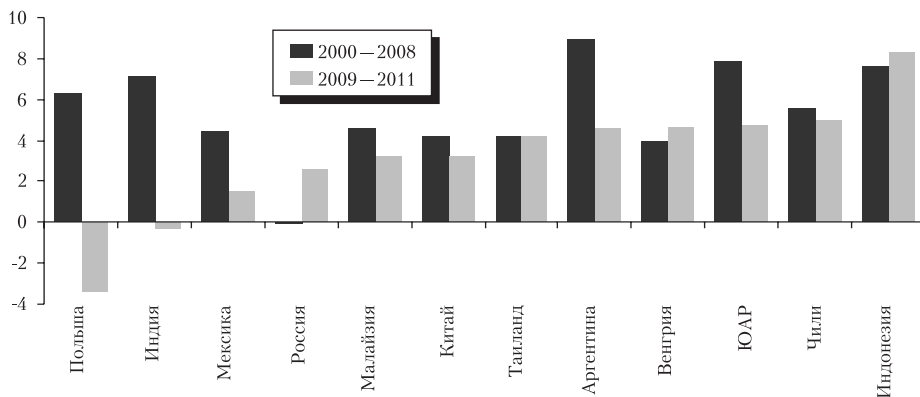


*Источники:* ЦБ РФ; расчеты авторов.

Рис. 4

нилась: реальная стоимость обслуживания долга заметно выросла, но даже с учетом этого она не такая высокая, как в ряде других стран с развивающейся экономикой (см. рис. 5). При этом в России слишком дорогой кредит не служит барьером для экономического роста: сегодня 71% предприятий имеют доступ к заемному финансированию на приемлемых условиях и только 4% считают, что недостаток займов тормозит их развитие (Цухло, 2013).

**Реальные ставки кредитования нефинансового сектора**  
(средние значения за 2000–2008 и 2009–2011 гг., %)



Источники: World Bank; IMF; расчеты авторов.

Рис. 5

Оппоненты нынешнего курса ЦБ РФ, апеллируя к современному опыту Европы и к тому факту, что регулятор должен быть кредитором последней инстанции, предлагают изменить нормальную функцию рефинансирования, превратив его из корректирующего механизма в источник дешевых и «длинных» пассивов для банков<sup>15</sup>. Использование денежной эмиссии для финансирования экономического рывка возлагает на денежные власти решение задач фискальной политики, что резко контрастирует с ситуацией в развитых странах, которые прошли долгий путь в направлении отделения фискальной политики от монетарной.

Когда сегодня денежные власти развитых стран накачивают экономику ликвидностью, они параллельно обсуждают стратегии выхода (exit strategy) из сверхмягкого монетарного режима<sup>16</sup>, поскольку понимают, что текущее смягчение должно смениться ужесточением на стадии восстановления. Напротив, сторонники смягчения политики ЦБ РФ обходят вниманием тему последующего ужесточения — они не пред-

<sup>15</sup> Наиболее детально стратегия расширения операций целевого рефинансирования представлена в упомянутом докладе Глазьева (2013). Содержательно под расширением целевого рефинансирования понимается переход к финансированию экономического рывка за счет эмиссии. В основе программы лежит административная логика перераспределения ресурсов, дефицит которых предполагается покрыть эмиссией, а потенциальные проблемы рекомендуется решать исключительно директивными методами. Институциональный аспект, включающий выстраивание механизмов рыночной экономики, которые могли бы эффективно работать в автономном режиме, в стратегии отсутствует.

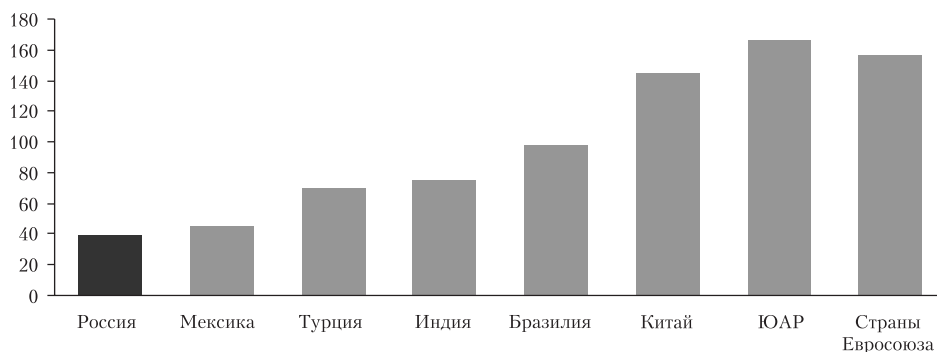
<sup>16</sup> См.: Minegishi, Cournède, 2010; Borio, Disyatat, 2010.

полагают ни временных, ни количественных рамок для эмиссионной накачки. Это лишь доказывает, что они видят в смягчении монетарной политики не стабилизирующий инструмент, а рычаг ускорения долгосрочного роста. В этом их понимание денежной политики кардинально отличается от позиции ведущих центральных банков мира.

Хорошей иллюстрацией различий в понимании функций денежной политики служит разное отношение к термину «денежно-промышленная политика» (*monustrial policy*). Так было названо целевое кредитование ФРС 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 желательная для России<sup>17</sup>. При этом сам автор этого термина, профессор Стэнфордского университета Дж. Тейлор относится к подобной политике отрицательно, считая, что подобные отклонения монетарных властей от стандартной модели денежной политики нежелательны<sup>18</sup>. Более того, действия центральных банков развитых стран, которые можно отнести к денежно-промышленной политике, изначально запрограммированы регуляторами как временные, на что не всегда обращают внимание российские аналитики.

Центральный банк действительно должен обеспечивать банковский сектор ликвидностью, но недостаток долгосрочных инвестиционных ресурсов не следует путать с нехваткой ликвидности, которая по определению краткосрочна. В России реально существует дефицит доступных «длинных» денег, а долговой рынок еще недостаточно развит. 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, Турции — 69, Индии — 75, Бразилии — 98, Китае — 145, ЮАР — 167% (см. рис. 6).

**Отношение банковского кредита к ВВП, 2011 г. (в %)**



Источник: World Bank.

Рис. 6

<sup>17</sup> См.: Ершов, 2012.

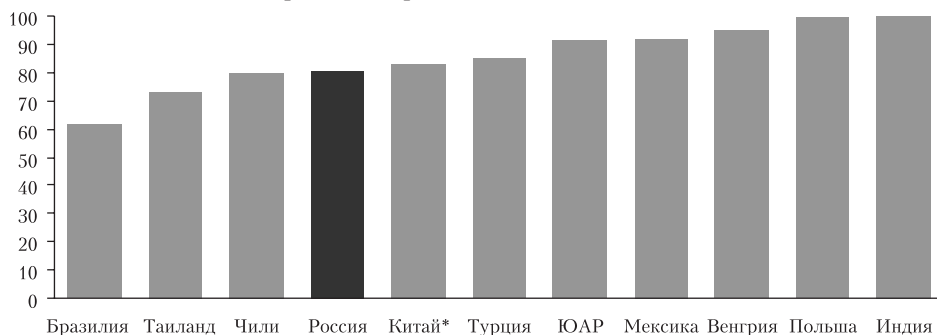
<sup>18</sup> См.: Taylor, 2009a, 2009b.

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, что входит в число ее главнейших функций. Именно неразвитостью 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 ВВП<sup>19</sup>, она отражает лишь способность более совершенного финансового сектора эффективнее стимулировать экономическое развитие. На основе данных наблюдений нельзя сделать вывод, что искусственная накачка неэффективных банков деньгами даст необходимый импульс росту.

Еще одним направлением критики ЦБ РФ было осуждение «пассивной» эмиссионной политики, выступающей следствием режима фиксированного обменного курса. Однако сегодня Банк России уже в значительной мере отошел от действовавшей в середине 2000-х годов эмиссионной модели, когда главным каналом эмиссии была покупка валюты для пополнения международных резервов. При этом отметим, что наличие высокой доли валютных инструментов в активах регулятора нельзя считать чем-то необычным — подобная картина наблюдается не только в России и, вообще говоря, типична для стран с развивающейся экономикой (см. рис. 7).

В настоящее время 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 данный монетарный режим доказал свою эффективность в других странах. Безусловно, это не означает, что центральный банк должен полностью игнорировать такие показатели, как безработица, темпы экономического

**Доля валютных инструментов в активах центральных банков разных стран (на начало 2013 г.)**



\* Данные на конец 2010 г.

Источник: официальные сайты центральных банков.

Рис. 7

<sup>19</sup> Обзор исследований, посвященных роли кредитных рынков и финансовых институтов в экономическом развитии, см. в: Levine, 1997.



роста и производственный разрыв. Наоборот, учет всех этих показателей входит в стандартный новокейнсианский монетарный режим.

Если под воздействием внешних факторов или иных причин российская экономика окажется перед угрозой значительного циклического спада, то Банку России, безусловно, следует снизить процентные ставки и расширить рефинансирование. Хотя даже в этом случае при принятии решения о снижении ставок надо учитывать темпы инфляции. Несоответствие текущих темпов экономического роста оптимистичным ориентирам не должно быть основанием для монетарного ослабления, не говоря уже о переходе к политике количественного смягчения.

Сегодня очевидно, что темпы экономического роста в ближайшие десятилетия уже не будут такими высокими, как в 2000-е годы. В подобные моменты у власти особенно силен соблазн отказаться от проведения сложных 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 о том, нужно России ориентироваться на рискованную стратегию прорыва или придерживаться более консервативного курса на умеренное, но стабильное развитие, ставка на монетарное стимулирование как основу роста ошибочна. Ближайшие годы покажут, какой путь выберет политическая элита страны.

### *Список литературы*

- Глазьев С. Ю.* (2013). О целях, проблемах и мерах государственной политики развития и интеграции. Научный доклад в Российской академии наук. [www.glazev.ru/upload/iblock/004/004f2f8b45abf5ac2120f40d83f3e97a.docx](http://www.glazev.ru/upload/iblock/004/004f2f8b45abf5ac2120f40d83f3e97a.docx). [Glaziev S. Yu. (2013). On Goals, Problems and Measures of State Policy of Development and Integration. Analytical Report at RAS.]
- Ершов М.* (2012). Мировая экономика: перспективы и препятствия для восстановления // Вопросы экономики. № 12. С. 61–83. [Ershov M. (2012). World Economy: Prospects and Barriers for Recovery // Voprosy Ekonomiki. No 12. P. 61–83.]
- Цухло С.* (2013). Российская промышленность в январе 2013 г. // Экономическое развитие России. № 3. [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). [Tsukhlo S. (2013). Russian Industry in January 2013 // Ekonomicheskoe Razvitie Rossii. No 3.]
- Barro R. J.* (1995). Inflation and Economic Growth // NBER Working Paper. No 5326.
- Bernanke B. S.* (2009). The Crisis and the Policy Response / Stamp Lecture. London School of Economics, Jan. 13.
- Bernanke B.* (2012). Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy / The Economic Club of Indiana, Indianapolis 1.
- Blinder A. S.* (1999). Central Banking in Theory and Practice. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Borio C., Disyatat P.* (2010). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal // The Manchester School. Vol. 78, No s1. P. 53–89.
- Clarida R., Gali J., Gertler M.* (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective // Journal of Economic Literature. Vol. 37. P. 1661–1707.
- De Gregorio J.* (1992). Economic Growth in Latin America // Journal of Development Economics. Vol. 39, No 1. P. 59–84.

- De Gregorio J.* (1993). Inflation, Taxation, and Long-run Growth // *Journal of Monetary Economics*. Vol. 31, No 3. P. 271–298.
- Diamond D. W., Dybvig P. H.* (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity // *The Journal of Political Economy*. Vol. 91, No 3. P. 401–419.
- Gagnon J. E., Raskin M., Remache J., Sack B.* (2010). Large-scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? // FRB of New York Staff Report. No 441.
- Gali J.* (2009). Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework. Princeton University Press.
- Goodfriend M., King R.* (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // *NBER Macroeconomics Annual*. Vol. 12. P. 231–296.
- Klyuev V., De Imus P., Srinivasan K.* (2009). Unconventional Choices for Unconventional Times Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies / *International Monetary Fund*.
- Levine R.* (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // *Journal of Economic Literature*. Vol. 35, No 2. P. 688–726.
- Madigan B. F.* (2009). Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis // Jackson Hole Symposium on "Financial Stability and Macroeconomic Policy". Aug. P. 20–22.
- Minegishi M., Cournède B.* (2010). Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies // *OECD Economics Department Working Paper*. No 753.
- Roubini N., Sala-i-Martin X.* (1992). Financial Repression and Economic Growth // *Journal of Development Economics*. Vol. 39, No 1. P. 5–30.
- Syed M. H., Yamaoka H.* (2010). Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy // *IMF Working Papers*. No WP/10/114.
- Taylor J. B.* (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice // *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Vol. 39. P. 195–214.
- Taylor J. B.* (2009a). The Need to Return to a Monetary Framework // *Business Economics*. Vol. 44, No 2. P. 63–72.
- Taylor J. B.* (2009b). The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong // *NBER Working Paper*. No 14631.

---

## **Bank of Russia on a Cross-road: Should Monetary Policy Be Eased?**

*Evgeny Goryunov<sup>1</sup>, Pavel Trunin<sup>2</sup>*

*Authors affiliation:* Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russia).  
Emails: <sup>1</sup>gorunov@iet.ru; <sup>2</sup>pt@iep.ru.

Recent slowdown of economic growth forces Russian political authorities to seek for policy measures to support economic activity, and monetary expansion is considered as one of possible alternatives. During the post-crisis period monetary authorities of advanced economies have 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 easing. This view is mostly wrong since it demonstrates 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.

*Keywords:* monetary policy, monetary expansion, anti-crisis measures, refinancing, quantitative easing.

*JEL:* E44, E52, E58, E63, G21.