

# АНАЛИЗ ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ РЕАЛИЗУЕМОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ В КОНТЕКСТЕ МИРОВЫХ ТЕНДЕНЦИЙ: МОНЕТАРНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ АСПЕКТЫ

Окунь М.В.\* (Россия, г. Москва)

*Аннотация.* В статье проводится анализ целей и методов денежно-кредитной политики Банка России с точки зрения результатов, к которым они приводят. Анализ углубляется рассмотрением оснований, на которых базируются выбранные регулятором ориентиры. Предлагаются эффективные и реалистичные альтернативы на основе обзора международного опыта и найденных в нем примеров эволюции режимов денежно-кредитной политики и теоретических концепций.

*Ключевые слова:* ценовая стабильность, таргетирование инфляции, плавающий курс рубля, благосостояние граждан, экономический рост, волатильность курса рубля, «невозможная троица», гибкое инфляционное таргетирование, таргетирование множественных целей, управляемый курс валюты, международные резервы, волатильность выпуска

Денежно-кредитная политика целесообразна тогда, когда, во-первых, она ставит такие цели (оптимальные), достижение которых способствует успешности экономики в условиях мировых тенденций, а во-вторых, когда методы ее реализации приводят к достижению поставленных целей.

## 1. Цели и методы

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности. [11] При этом денежно-кредитная политика представляет собой часть государственной экономической политики, направленной на повышение благосостояния российских граждан [8], что, таким образом, является сверхзадачей, которой подчинена названная цель. Реализуемые методы достижения поставленной цели таковы: режим таргетирования инфляции и являющийся его необходимым, по мнению регулятора, условием режим плавающего курса рубля. [5] Однако, как считают многие отечественные эксперты, в условиях формирующегося в мире нового технологического уклада сверхзадачей денежно-кредитной политики должно быть стимулирование роста в совокупности со структурной перестройкой российской экономики, а соответствующей этой сверхзадаче целью – доступность внутреннего кредитования для предприятий. [1] Методы достижения такой цели противоположны реализуемым – низкие процентные ставки в экономике вместо высоких и, косвенно, управляемый курс национальной валюты вместо свободно плавающего. Отвечая на это экспертам, Банк России заявляет, что проводимая жесткая денежно-кредитная политика помимо обеспечения ценовой стабильности, являющейся целью регулятора, является также залогом экономического роста, т.к. стимулирует сбережения, защищает их от обесценения и создает условия для их трансформации в инвестиции. [5]

## 2. Результаты

Цель денежно-кредитной политики, установленную Банком России, можно считать достигнутой. Инфляция неуклонно снижается и составила в феврале 2017 г. минимальные за всю новейшую историю России 4,6%. [3] Однако достижение этой цели не привело к решению поставленной сверхзадачи – обеспечению благосостояния российских граждан. Реальные располагаемые доходы населения снижались три последних года подряд, причем ускоряющимися темпами, и в 2016 г. снизились на 5,9%; численность населения с доходами ниже прожиточного минимума в 2016 г. увеличилась до 19,8 млн человек. [7] Не привело достижение цели и к решению оптимальной сверхзадачи – созданию условий для интен-

---

\* Окунь Мария Васильевна, магистр экономики, экономический факультет МГУ имени М.В. Ломоносова.

сивного экономического роста. Инвестиции в основной капитал снижались на протяжении трех последних лет (в процентах к предыдущему году составили в 2014 г. 98,5%, в 2015 г. – 89,9%, в 2016 г. – 99,1%), коэффициент обновления основных фондов также сокращался, снижалась инновационная активность организаций. [7] В ряде отраслей наблюдалась стагнация или снижение темпов роста выпуска. Динамика ВВП оставалась отрицательной.

Многие эксперты считают ошибочными и названные выше методы достижения поставленной цели, реализуемые Банком России. По их мнению, достижение низкой инфляции произошло не посредством выбранных методов, а благодаря другим факторам. Во-первых, как считают эксперты, инфляция в России носит немонетарный характер (тарифы монополий, монополизация рынков, издержки предприятий, эффект контрсанкций) и регулировать ее монетарными методами (ограничением спроса посредством высоких процентных ставок в экономике) неверно. Так, инфляция в 2015 г. носила немонетарный характер и составила +12% (при этом инфляция спроса (монетарная) –6–8%, инфляция издержек (немонетарная) +15–20%). [9] Снижение инфляции в 2016 г. не связано с политикой Центрального банка по ограничению денежного спроса, а только со стабилизацией курса рубля [9], о которой будет рассказано чуть позже. К тому же реализуемые методы повышают издержки в экономике (дорожает кредит, падает курс – дорожает импорт товаров, сырья, комплектующих), а это вносит свой вклад в повышение инфляции (инфляции издержек). [9] При этом падение курса рубля из-за недоступности кредита не дает позитивного эффекта для импортозамещения и расширения экспорта, а вносит свой вклад в инфляцию, т.к. отечественные производители повышают цены вслед за удорожанием импортных товаров. Во-вторых, уход от регулирования курса рубля наряду с отсутствием контроля за трансграничным движением капитала привел к сверхприбыльности спекулятивных операций на валютно-финансовом рынке, вследствие чего в 2014 г. практически все эмитируемые Банком России деньги на рефинансирование коммерческих банков вкладывались последними в валютные активы, что уводило имеющуюся в экономике ликвидность. [1] При этом в 2016 г. главным ресурсом поддержания и стабилизации курса стал растущий спрос со стороны спекулятивных инвесторов (carry trade), который удержанием высокой ключевой ставки, способствующей повышению относительной привлекательности рублевых активов с учетом курсовых ожиданий, фактически поддерживается Центробанком. Это приводит к выводу ресурсов из национальной экономики и грозит дестабилизацией финансовой системы страны. [9] Кроме того, режим свободного плавания рубля в условиях высокой зависимости российской экономики от нефтяных цен и нестабильности последних приводит к высокой волатильности национальной валюты. В свою очередь, значительные изменения валютного курса в ответ на динамику мировых товарных рынков негативно влияют как на реальный сектор, так и на инфляцию. Способ решения проблемы волатильности курса рубля путем поддержания высоких процентных ставок в экономике, помимо того что оказывает негативный эффект на финансовый рынок, обозначенный выше, не всегда является эффективным. Ряд ученых утверждает, что в современных условиях валютные курсы характеризуются достаточно высокой волатильностью (если центральный банк не регулирует их сознательно посредством интервенций), и это затрудняет предсказание результатов воздействия на них с помощью косвенных мер денежно-кредитной политики, таких как изменение процентных ставок. [2]

Итак, денежно-кредитную политику Банка России нельзя назвать целесообразной, т.к. достижение установленной цели не приводит к благополучию страны ни социальному, ни экономическому, тем более в контексте современных мировых вызовов, а методы достижения цели оставляют пока не разрешенные сомнения о том, работают ли они на цель или против нее. Чтобы понять, в чем кроется недочет реализуемой политики, делающий ее нецелесообразной, следует углубить наш анализ и посмотреть, на чем она основывается, а затем на существующие альтернативы и их результаты.

### 3. Основания

Судя по представленному на сайте Банка России документу [12], основанием для осуществления режима инфляционного таргетирования в России служат рекомендации Банка Англии, а также содержащиеся в этом документе рекомендации МВФ. В данном документе постулируется, что низкая инфляция все более широко признается учеными общественным благом, и отмечается, что все большее количество

центральных банков рассматривает инфляционное таргетирование как режим своей денежно-кредитной политики. В начале 2012 г. 27 центральных банков считались осуществляющими полномасштабное инфляционное таргетирование, и несколько других центральных банков находились в процессе его введения. Говорится, что для стран с формирующимися рынками эмпирические исследования МВФ показали, что «таргетирование инфляции обуславливает более низкую инфляцию, меньшие инфляционные ожидания и меньшую волатильность инфляции по сравнению со странами, где оно не осуществляется». И утверждается, что это улучшение показателей по инфляции достигалось без неблагоприятных последствий для объема производства и волатильности процентных ставок. [12]

Банк России также руководствуется утверждением, что проведение таргетирования инфляции требует отказа от регулирования национальной валюты. Данный постулат основан на теории «невозможной троицы», согласно которой в малой открытой экономике невозможно одновременно достичь независимой монетарной политики (разновидностью которой является таргетирование инфляции), фиксированного курса национальной валюты и свободного международного движения капитала. Первоисточником этой трилеммы является модель Манделла-Флеминга [16, 17], главный вывод которой следующий. При фиксированном валютном курсе и свободном движении капитала монетарная политика является неэффективной, она не может использоваться для достижения каких-либо внутренних целей в экономике: попытки ее применения вызывают необходимость валютных интервенций для защиты прежнего уровня курса, которые нейтрализуют изменение национального предложения денег.

Поэтому в условиях глобализации с присущим ей свободным перемещением капитала, т.к. при фиксированных курсах проведение независимой денежно-кредитной политики невозможно, МВФ предписывает странам с развивающейся экономикой принять свободно плавающие курсы национальных валют наряду с проведением независимой монетарной политики. Утверждается, что независимость денежно-кредитной политики защищает страны от внешних и внутренних потрясений, в т.ч. от изменения внешних условий торговли и процентных ставок, а плавающий курс действует как «встроенный стабилизатор», обеспечивая конкурентоспособность сектора экспортируемых товаров. [6] В частности, России МВФ рекомендует проводить жесткую денежно-кредитную политику и удерживать высокие процентные ставки в рамках режима таргетирования инфляции, для обеспечения которого придерживаться полностью гибкого курсообразования. [18]

Таким образом, цель денежно-кредитной политики Банка России и методы ее осуществления базируются на рекомендациях МВФ и Банка Англии, а также на теоретической модели 1962 года. Но МВФ и Банк Англии – мягко говоря, не те институты, которые «кровно» заинтересованы в успешном развитии экономики России. Опора на теоретическую концепцию середины прошлого века также выглядит сомнительной, т.к. с тех пор условия реализации денежно-кредитной политики претерпели значительные изменения, о чем будет сказано позже. Кроме того, упомянутое руководство Банка Англии по переходу к режиму инфляционного таргетирования содержит, на наш взгляд, явные упущения и нестыковки с российскими условиями. Во-первых, в нем говорится, что многие страны стали применять инфляционное таргетирование как прагматичный ответ на неэффективность других методов денежно-кредитной политики. Дело в том, что с эволюцией условий реализации денежно-кредитной политики в мире такие режимы, как таргетирование монетарных показателей и таргетирование обменного курса проявили себя как неэффективные. [12] Но в документе совсем не упоминается, что, помимо таргетирования инфляции, остается еще один вариант режима денежно-кредитной политики (всего их четыре) – таргетирование множественных целей, который как раз и является адаптированным в наиболее развитых странах мира. Во-вторых, большинство стран ввели инфляционное таргетирование, когда уровень инфляции уже был низким. «Это служит подтверждением того, что инфляционное таргетирование, возможно, и не является оптимальным режимом денежно-кредитной политики, направленной на снижение инфляции с высоких значений, но доказало свою эффективность для сдерживания инфляционных ожиданий в пределах таргета и обеспечения за счет этого низкой и стабильной инфляции». [12] И дело не только в том, что снижение инфляции с высоких значений в рамках режима может оказаться неэффективным, но и в том, что такое снижение может сопровождаться значительными рисками для экономической активности.

#### 4. Альтернативы: мировой опыт и эволюция теоретических концепций

Вопреки вышеупомянутым эмпирическим исследованиям МВФ, доказывающим эффективность режима инфляционного таргетирования в деле регулирования инфляции и отсутствие негативных побочных эффектов на объемы выпуска, результаты независимых эмпирических исследований весьма противоречивы. Единственное, в чем наблюдается однородность выводов – это то, что данный режим существенно снижает инфляционные ожидания. Относительно его влияния на другие показатели выводы расходятся. Результаты многих исследований эффективности таргетирования инфляции в развитых и развивающихся странах указывают на снижение инфляции, ее волатильности, а также волатильности темпов роста выпуска. Но есть и альтернативные выводы, согласно которым отсутствуют различия долгосрочных значений целевых макроэкономических показателей стран, таргетирующих инфляцию, и стран, использующих альтернативные режимы монетарной политики. [10] При этом сокращение инфляции при введении режима инфляционного таргетирования лишь отражает общемировую тенденцию снижения темпов прироста цен. В то же время некоторые исследования выявили, что поддержание режима инфляционного таргетирования в развивающихся странах оказывает значимое замедляющее воздействие на средние темпы роста выпуска. Однако есть работы, опровергающие эти выводы. В них находят, что негативные последствия на экономический рост могут иметь место, но только в краткосрочной перспективе, в долгосрочной же практика инфляционного таргетирования обеспечивает позитивные эффекты для темпов роста выпуска, т.к. выигрыш от дезинфляционных процессов (повышение инвестиционной привлекательности экономики) превышает потери реального сектора, связанные с ростом процентных ставок. [10] Согласно таким выводам, воздействие данного режима на темпы роста выпуска зависит от скорости адаптации экономики к новому режиму денежно-кредитной политики.

Говоря о реализации руководства Банка Англии в мировой практике, уместно вспомнить принцип, который был распространен в английских колониях – «делайте не так, как советуют англичане, а так, как делают англичане». Анализ режима ведения таргетирования инфляции в разных странах показал, что его основы претерпели значительные изменения. А именно, цели по поддержанию заданного уровня инфляции стали сочетаться с целями по достижению заданных параметров выпуска, курса национальной валюты, а также других параметров. Эта практика получила название «гибкое инфляционное таргетирование», что означает ее утверждение как вида денежно-кредитной политики. Например, в 2013 г. Банк Англии последовал примеру США и начал использовать в качестве целевого ориентира также и уровень безработицы. [4] Кроме того, после финансового кризиса, начавшегося в 2007 г., Банк Англии разработал новую систему макропруденциальной политики для укрепления финансовой стабильности при одновременном таргетировании инфляции. [12] Наибольшее распространение практика гибкого инфляционного таргетирования получила в развивающихся странах, в большинстве которых национальные денежно-кредитные регуляторы также регулируют курс национальной валюты, осуществляя валютные интервенции. Ведь именно в этих странах, согласно выводам исследователей, наблюдается «страх плавания валютного курса», т.к. в таких странах риски повышенной волатильности курса при введении режима инфляционного таргетирования особенно высоки. Кроме того, в условиях сравнительной неразвитости финансовых рынков в развивающихся странах движение обменного курса является важным поведенческим фактором, определяющим предпочтения экономических агентов относительно распределения финансовых ресурсов. Также в этих странах более значим эффект переноса валютного курса в цены. Среди этих стран степень регулирования валютного курса выше в странах–экспортерах сырья, монетарные власти которых регулярно участвуют в процессе курсообразования. [10]

Тогда встает вопрос о том, как странам удастся сочетать независимую монетарную политику (таргетирование инфляции) и управляемый валютный курс в условиях финансовой глобализации, ведь согласно теории «невозможной троицы» такое сочетание недостижимо. Эконометрические эмпирические исследования реализации этой теоретической концепции на практике привели к интересному открытию, что страны с формирующимся рынком с 2000-х г.г. сумели достичь сочетания средних уровней независимости монетарной политики, устойчивости валютного курса и финансовой открытости, т.е. преодолели рамки «невозможной троицы». [14] В этот же период в таких странах наблюдаются

очень высокие темпы накопления международных резервов, т.к. хранение их в достаточном количестве позволяет экономике достичь указанной комбинации путем стабилизации движений валютного курса за счет использования резервов в качестве «буфера», сохраняя при этом монетарную независимость. [14] Таким образом, трилемма преобразуется в квадрилемму с добавлением показателя международных резервов. Подобные исследования также обнаруживают, что найденное сочетание снижает волатильность выпуска. [15] Достоверность этого результата эмпирических исследований подтверждается тем, что азиатские экономики с формирующимся рынком, так же, как и развивающиеся экономики в целом, в которых наблюдается указанное сочетание, были мало затронуты глобальным финансовым кризисом 2008–2009 г.г., образовав так называемую «тихую гавань». При этом эконометрические исследования, изучающие влияние на макроэкономические показатели каждого фактора по отдельности, нашли, что во всех группах стран фиксированный курс снижает инфляцию, а монетарная независимость повышает инфляцию (исследователи связали этот факт с тенденцией таких стран монетизировать государственный долг) и снижает волатильность выпуска. [13]

## 5. Выводы и перспективы

Таким образом, причина нецелесообразности денежно-кредитной политики, реализуемой Банком России в том, что она построена прямым образом на рекомендациях МВФ и Банка Англии, предписывающих режим инфляционного таргетирования и свободное плавание курса валюты, тогда как успешный мировой опыт такой политики характеризуется существенными отклонениями от этих принципов. Согласно этому опыту, в качестве режима денежно-кредитной политики вместо инфляционного таргетирования следует принять режим таргетирования множественных целей или режим гибкого инфляционного таргетирования и сделать показатель по инфляции лишь одним из целевых ориентиров. Другие целевые ориентиры, наряду с инфляцией, в совокупности должны ориентировать политику на достижение благосостояния населения и высокотехнологический экономический рост. Такими показателями могут быть реальные располагаемые доходы населения, объем выпуска (в том числе, высокотехнологического), инвестиции, уровень занятости (в том числе, высокопроизводительной). И непременно целевым регулируемым показателем должен быть курс национальной валюты, который, фактически являясь сегодня ценой финансового актива, является важной составляющей финансовой стабильности страны. При этом регулирование валютного курса сочетается с контролем за трансграничным движением капитала. Банку России следует взять за пример для своей политики этот опыт, т.к., во-первых, он доказал свою успешность в странах с экономическими условиями, очень схожими с российскими (о чем было сказано выше), а во-вторых, наша страна обладает фактическими возможностями для его реализации. Так, например, наличествующий в России объем международных резервов позволяет сколь угодно долго поддерживать оптимальный для устойчивого развития экономики уровень курса рубля. [1, 9]

## Список литературы

- [1] Глазьев С.Ю. Доклад «О неотложных мерах по укреплению экономической безопасности России и выводу российской экономики на траекторию опережающего развития». – М.: РАН, 2015.
- [2] Головин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации. – М.: Институт экономики РАН, 2008.
- [3] Доклад о денежно-кредитной политике. – М.: Центральный банк Российской Федерации, 2017. №1.
- [4] Киюцевская А. Денежно-кредитная политика: специфика и особенности реализации на современном этапе экономического развития // Экономическая политика, 2016. Т. 11. №2. – С. 92–111.
- [5] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов. – М.: Центральный банк Российской Федерации, 2016.
- [6] Официальный сайт Международного валютного фонда.  
URL: <http://www.imf.org/external/russian/> (15.05.2017).
- [7] Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики (Росстат).  
URL: [www.gks.ru](http://www.gks.ru) (15.05.2017).
- [8] Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации.  
URL: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) (02.05.2017).

- [9] «Стратегия роста». Среднесрочная программа социально-экономического развития России до 2025 года. – М.: Институт экономики роста им. Столыпина П.А., 2017.
- [10] Трунин П.В., Божечкова А.В., Киюцевская А.М. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования // Деньги и кредит, 2015. №4. – С. 61–67.
- [11] Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002 №86-ФЗ, ст. 34.1.
- [12] Хэммонд Дж. Руководство №29 «Практика инфляционного таргетирования – 2012». Банк Англии, 2012.
- [13] Aizenman J., Chinn M.D., Ito H. The emerging global financial architecture: Tracing and evaluating the new patterns of the Trilemma's configurations // Journal of International Money and Finance, 2010. №4. Vol. 29 – P. 615–641.
- [14] Aizenman J., Chinn M.D., Ito H. The “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing // Review of International Economics, 2013. №21. – P. 447–458.
- [15] Aizenman J., Ito H. The “Impossible Trinity,” the International Monetary Framework, and the Pacific Rim. – The Oxford Handbook of the Economics of the Pacific Rim, 2014.
- [16] Fleming M.J. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. – International Monetary Fund Staff Papers. Vol. 9, 1962. №3. –P. 369–380.
- [17] Mundell R.A. The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability. – International Monetary Fund Staff Papers. Vol. 9, 1962. №1. – P. 70–79.
- [18] Russian Federation: Concluding Statement for the September 2014 Staff Visit. International Monetary Fund, 2014. October.  
URL: <http://www.imf.org/external/np/ms/2014/100114.htm> (15.05.2017).