

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ КАК ФАКТОР СИСТЕМНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ

Дворецкая А.Е.* (Россия, г. Москва)

Аннотация. В статье рассматриваются современные проблемы поддержания глобальной и национальной финансовой устойчивости. Обоснована модификация денежно-кредитного регулирования в целях финансовой стабилизации в развитых странах. Охарактеризованы эффекты мягкой денежно-кредитной политики в развитых странах. Представлены особенности денежно-кредитного регулирования в России, обусловленные, как ее принадлежностью к развивающимся странам, так и внутренними проблемами. Доказывается необходимость трансформации вектора монетарного регулирования от ограничения инфляции к содействию развитию и росту.

1. Финансиализация как современный фон функционирования глобальной ЭКОНОМИКИ

В последние годы глобальная нестабильность и волатильность на ключевых финансовых рынках стала постоянным фоном функционирования мировой экономики. Нестабильность угрожает экономическому росту, сопровождается реализацией системных рисков в секторе финансового посредничества в большинстве национальных юрисдикций, как в развитых, так и в развивающихся странах. За годы после кризиса 2008 года экономика не стала менее зависимой от спекулятивно настроенных мировых финансовых рынков; напротив, финансиализация растет [8, с. 34]. В 1980 г. мировой финансовый сектор, как и торговый, занимал четверть мирового ВВП, а к 2008 г. финансовый сектор в 9 раз превысил мировую торговлю. Стоимость глобальных финансовых активов к этому времени превысила 200 трлн долл. [5, с. 3], непомерно разросся рынок деривативов, возник и агрессивно вырос до уровня четверти глобальной финансовой системы слаборегулируемый теневой банковский сектор; сам финансовый рынок стал чрезвычайно интегрированным, а его ценовая динамика – все более синхронизированной в разных узлах.

Осталась в прошлом стабильная международная торговля, инвестиционный бум и рост производства, чему способствовала былая длительная финансовая стабильность. Вместо микширования и снижения глобальных рисков финансовый сектор стал их *Источником*; разрастаются и внутренние эксцессы, и напряжения внутри самого сектора. МВФ в регулярных докладах по вопросам глобальной финансовой стабильности в среднесрочной перспективе прогнозирует и слабость экономических перспектив, и хрупкость финансовой стабильности. Актуальной в этой связи является нормализация денежно-кредитных условий экономического развития [4, с.2–3]. Экономическое развитие сильнейшим образом детерминруется решениями монетарных властей, поэтому денежно-кредитная политика (ДКП) должна быть ответственной и адекватной. Именно сейчас национальные и наднациональные регуляторы могут в полной мере усилить свои полномочия, расширить зоны ответственности и использовать конституционные мандаты в целях содействия динамичной траектории роста и повышения финансовой стабильности. В реальности прослеживается тренд придания денежно-кредитной политике и монетарному регулированию более широкий характер, нежели традиционное воздействие на денежную массу, регулирование объема кредитов, уровня процентных ставок, валютного курса и других индикаторов рынка ссудного капитала. Постепенно уходит в прошлое теоретический спор, следует ли наделять центральные банки ответственностью за экономическое развитие. Конечным целеполаганием монетарных регуляторов, их

* Дворецкая Алла Евгеньевна, д.э.н., профессор, Почетный работник высшего профессионального образования, Заведующая кафедрой экономики и финансов факультета экономических и социальных наук Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС)

«двойным мандатом» де-факто становится не только достижение ценовой и валютной стабильности, но и содействие финансовой стабилизации, обеспечение занятости и сбалансированного устойчивого экономического роста – даже в тех странах, где центральным банкам законодательно не делегированы столь важные макроэкономические полномочия.

2. Модификация денежно-кредитного регулирования в развитых странах

К пониманию новой глобальной макропозиции и новых приоритетов привело и осознание недавней многолетней политики предпочтения ценовой стабильности задачам экономического роста. В результате угроза мировому росту и благосостоянию всех экономических акторов не исчезла даже после принятия важных антикризисных мер, а на смену инфляционным рискам пришли риски дефляции, чрезвычайно опасной для роста. Современный научно-практический консенсус состоит в признании позитивной корреляции между денежным предложением и экономическим ростом при возможности удержания инфляции в некритических рамках.

В новом экономическом ландшафте развитых стран экспансионистская денежно-кредитная политика сменила рестрикционную с целью стимулирования экономики и преодоления дефляционных рисков. Политика количественных смягчений (Quantitative easing, QE) ставит целью удешевление кредита как инструмента роста, рост расходов и спроса в реальном секторе. Она включает базовые инструменты: последовательное снижение процентных ставок и операции центральных банков на открытом рынке (приобретение центральными банками ценных бумаг). ФРС снизила ставку по федеральным фондам с 5,25% в 2007 г. до уровня 0,25% в 2009 г. и до сих пор поддерживает этот уровень; Банк Англии и Банк Японии снизили базовые ставки до 0,5% и 0,1%; Евроцентробанк в целях доведения инфляции о целевого уровня 2% (сейчас 1,5%) с 2009 г. по 2016 г. снизил ставку с 2,5 до 0%, в 2014 г. ввел отрицательную ставку по депозитам банков (сейчас –0,4%). Отрицательная ставка введена и по депозитам банков в Банке Японии (–0,1%). За 4 раунда количественных смягчений на баланс ФРС выкуплено *казначейских и ипотечных (mortgage backed securities, MBS) облигаций* на 3,5 трлн долл. В еврозоне действует программа выкупа облигаций *Outright Monetary Transactions, OMT* (продлится до марта 2017 г.) – выкуп облигаций на 80 млрд евро ежемесячно. Япония проводит программу скупки облигаций в размере до 80 трлн иен (эквивалентно 650 млрд долл. в год). Выкуп государственных бумаг на вторичном рынке является, по сути, фискальной (бюджетной) эмиссией позитивного безинфляционного характера. Активизируется и рефинансирование банков: с середины 2016 г. в еврозоне запускаются четыре линии среднесрочного рефинансирования (TLTRO II) сроком на четыре года.

Итогом глобальной ультрамягкой монетарной политики является рост денежной базы, а следом – и денежного предложения в экономике. За последние шесть лет чистое приращение денежной базы составило 10 трлн долларов. Активы центральных банков G4 увеличились более чем на 60%. Баланс ФРС вырос с 7% в 2006 г. до 26% ВВП (в т. ч. более 50% приходится на гособлигации, что говорит о важности фискальной эмиссии); активно рос уровень балансов Евроцентробанка, Банка Японии, Банка Англии, Национального банка Швейцарии. Важно отметить, что в целом рост монетарных балансов не привел к разгону инфляции, чего так боятся противники мягкой политики. Так, в США денежная база с 2006 г. выросла более чем в 5 раз, но при этом инфляция остается на крайне низком уровне (в середине 2015 г. упала до уровня 0,2%) и очень медленно приближается к целевому уровню 2%, а в еврозоне до сих пор наблюдается дефляция.

Политика дешевых денег привела к определенным результатам, но в разных странах – в различной степени. Так, США в 2016 г. приблизились к ориентирам по занятости, росту, безработице и инфляции. Это стало основанием постепенного сворачивания количественных смягчений и готовности к постепенному ужесточению монетарной политики – в частности, путем повышения процентных ставок как действенного трансмиссионного канала. Напротив, в зоне евро, хотя рост ВВП и ускорился в 2015 г. до самого высокого уровня с 2011 г., остаются проблемы низких инвестиций, слабой занятости, низкой инфляции, скромной производительности труда. Еще более сложным является сочетание экономических условий в Японии: несмотря на монетарную либерализацию, ВВП и потребительский спрос сокращаются, а инфляция остается на нулевом уровне.

Поэтому, в отличие от США, в еврозоне денежно-кредитная политика сохраняет экспансионистский характер. Обсуждается ее дополнение нетрадиционными инструментами стимулирования экономики, впрочем, теоретически давно известными из трудов американских ученых и практиков (М. Фридмана, Б. Бернанке). Речь идет о прямом внеэкономическом трансферте денег непосредственно конечным потребителям, минуя опосредование центральным банком – в виде пополнения их счетов, возврата налоговых платежей («вертолетные деньги»). Трудно даже теоретически судить о последствиях такого гипотетического экзотического решения вследствие многофакторности поведения потребителей.

Считаем, что более актуальной и прагматической задачей для денежных властей является закрепление позитивных эффектов применения мер количественного смягчения при одновременном мониторинге рисков надувания пузыря на рынках реальных активов. Дело в том, что нежелательным макроэкономическим последствием либеральной политики является не потребительская инфляция, а инфляция на рынке активов вследствие надувания пузыря и даже бумов на фондовом рынке, рынке недвижимости, сырья и пр. Продолжает расти и уровень долга: объем глобальных долговых обязательств с 2007 года увеличился на 57 трлн. долларов [5, с. 4]. Это имеет негативные последствия для финансовой стабильности, закладывает фундамент под локальные финансовые кризисы. Финансовая стабилизация обеспечивается комплексом мер регуляторов по ограничению спекулятивной активности, резервирования под риски и пр. Однако ситуация осложняется тем, что долговременная стагнация и нестабильность может длиться неопределенно долго.

3. Особенности и потенциал монетарной политики в России

Несмотря на глобализацию, кластер развивающихся стран и стран с переходной экономикой (РПЭ) имеет собственные проблемы, часто развивается в противофазе с развитыми странами по потокам капитала, процентным ставкам, уровню инфляции, валютным курсам, инвестициям и прочим финансовым показателям. Не всегда финансовая интеграция и приток капитала в эти страны способствует росту; зачастую наступает финансовая дестабилизация вследствие спекулятивного, а не стратегического характера финансовых потоков, а также в связи с растущими суверенными долгами. Многие РПЭ стали проводить мягкую политику без особых успехов для экономического роста.

Финансовая нестабильность в России имеет специфический профиль: она обусловлена не рисками эффективного усвоения притока капитала, а, напротив, рисками оттока капитала в связи с геополитическими событиями. Кроме того, финансовая нестабильность усугубляется потерями от снижения сырьевых цен, т.е. определяется структурными рисками недиверсифицированной сырьевой экономики. Индикаторами дестабилизации являются падение ВВП, резкое обесценение рубля, рост инфляции. В 2015 году ВВП упал на 3,7%, промышленное производство – на 3,4%, инвестиции – на 8,4%, прямые иностранные инвестиции – на 46,1%, реальные доходы населения – на 4%. Инфляция выросла на 12,9%, покупательная способность рубля упала за последние 15 лет в 5,5 раз [2, 3].

Неравномерное и противоречивое экономическое развитие страны диктует столь же сложную конфигурацию денежно-кредитного регулирования. В отличие от развитых стран, в России финансовая стабилизация формулируется не в терминах борьбы с дефляцией, как в развитых странах. Напротив, базовым ориентиром Банка России остается ценовая стабильность и упорная борьба с инфляцией; реагирование на инфляцию является доминантой всех ключевых решений центрального банка. Не отвергается и идея инфляционного таргетирования, которое объективно в настоящее время полноценно в России реализоваться не может.

В ходе кризиса 2008 г. Россия, в отличие от большинства развитых стран и единственная среди стран BRIC ужесточила денежно-кредитную политику путем повышения ставок в целях борьбы с инфляцией. После краткого смягчения в 2010 г. и стабилизации в 2013 г. ужесточение продолжилось. В 2015–2016 гг. ДКП можно назвать умеренно жесткой: ставки остаются высокими, рефинансирование не активизируется, фискальная эмиссия как прогрессивный инструмент практически не используется.

У жесткой выжидательной политики центрального банка много защитников. Пока экономика структурно не реформирована, денежные рестрикции снижают вероятность кредитного бума, способ-

ствуют укреплению рубля. Главная же цель жесткой политики – удерживать инфляцию в намеченных рамках и даже добиться амбициозной цели снижения ее до уровня 4% к 2017 году [1, с.3].

Высокая инфляция, безусловно, опасна. Провоцируя текущее потребление и ограничивая инвестиции, она замедляет темпы роста экономики, снижает покупательную способность валюты, усиливает социальное расслоение и т.д. Напротив, ценовая стабильность является одним из факторов финансовой стабилизации и повышения благосостояния граждан. Однако не следует демонизировать феномен инфляции; дефляция не менее опасна для роста и развития. Низкие цены и низкий выпуск – неприятное сочетание. Иногда более высокая, но управляемая инфляция не является препятствием для экономического роста, а низкая инфляция вовсе его не гарантирует. Примерами являются Бразилия середины 1980-х годов, Вьетнам конца 1980-х годов, Россия в канун 2000-х годов, демонстрировавшие высокие темпы роста при высокой инфляции. Это произошло потому, что денежная масса росла быстрее инфляции, насыщая экономику необходимыми ресурсами для развития.

Таким образом, Банк России следует предостеречь от сосредоточенности исключительно на инфляционных рисках. Они несколько преувеличиваются регулятором, а риски торможения роста, напротив, преуменьшаются; т.е. наблюдается неявное противодействие проинфляционным мерам, предлагаемым Министерствами финансов и экономического развития. Применение рестриктивных инструментов регулирования инфляции, в том числе повышение (или удержание на высоком уровне) высоких ставок приводит к сжиманию денежной массы и наступлению денежного голода, обескровливанию экономики, сокращению кредитования банками нефинансового сектора, замедлению темпов роста инвестиций и выпуска. Примером является ситуация стагфляции, в которой оказались США в конце 1970-х – начале 1980-х годов, когда инфляция превысила 10%. Повышение ставок ФРС не сократило инфляцию, зато подстегнуло рецессию.

Думается, в условиях нынешней рецессии в РФ важнее не борьба с инфляцией, а стимулирование инвестиций и роста. Не следует при этом забывать об объективных ограничениях ДКП, связанных со специфическим характером инфляции в России, носящей преимущественно структурный, а не монетарный характер; это инфляция не спроса, а издержек. Ее питают высокие тарифы на услуги инфраструктурных монополий, отсутствие конкуренции, высокие косвенные налоги, разрыв между производительностью труда и заработной платой и прочие факторы, находящиеся вне компетенции Банка России. Эластичность инфляции по денежной массе крайне невелика. Поэтому рост денежной массы будет охотно абсорбироваться экономикой.

Примеры это подтверждают. Так, в новейшей истории России наибольший рост и наименьшая инфляция наблюдались в 2000, 2003, 2006 и 2007 гг., когда реальный прирост денежной массы был также наибольшим. И наоборот, одной из важных причин национальных кризисов является сужение денежной массы или замедление темпов ее роста (рис. 1).



Рис. 1. Динамика ВВП и денежной массы в РФ.

Источник: рассчитано по данным Банка России и Росстата РФ [2, 3]

Иными словами, в споре между сторонниками жесткой и мягкой монетарной политики мы склоняемся к актуальности денежной либерализации. В реальном секторе существует острая потребность в деньгах для финансирования не только расширенного, но и простого воспроизводства. Монетарное регулирование в России должно обрести важную черту – обеспечение эластичности денежного предложения, быстрый отклик на нужды реального производства, что стабилизирует и финансовый сектор, и экономику в целом.

В условиях торможения мировой экономики это является глобальной задачей. Кристин Лагард отмечает, что «кредитно-денежная политика должна быть ориентирована на увеличения предложения денег, что послужит поддержкой для роста экономики, но это должно сопровождаться эффективными механизмами по распределению денег» [7]. Безусловно, существует опасность перенаправления дополнительной эмиссии из производительного сектора в спекулятивный сегмент, прежде всего, на валютные спекуляции. Иными словами, центральный банк опасается девальвации национальной валюты. Однако для ограничения валютных атак у него существует стандартный набор валютных ограничений для участников рынка, которые можно варьировать. Для достижения равновесия между рисками разгона инфляции, девальвации и торможением экономики используются, как инструменты классического трансмиссионного механизма (процентные ставки, рефинансирование), так и инструменты «тонкой настройки» – операции валютного РЕПО, кредитные аукционы. Так, аукционы валютного РЕПО резко снизили спекулятивный спрос на валюту. Однако с предлагаемым отдельными авторами жестким фиксированием курса мы не согласны, и считаем это не только теоретическим отходом от рыночных основ, но и практически невыполнимым и даже вредным.

В научно-практической среде звучат предложения расширить возможности центрального банка по стимулированию экономики путем разрешения ему напрямую кредитовать экономику. Это теоретический и практический нонсенс. Задача центрального банка – создать комфортные ценовые условия для кредитования, активизировать рефинансирование банков, интенсивно работающих с реальным сектором. Необходимо шире применять точечное рефинансирование: кредиты банкам с капиталом не ниже 100 млрд руб. сроком до трех лет по ключевой ставке минус 1,5 п. п. под залог инвестиционных проектов для развития импортозамещения; специализированные программы рефинансирования для стимулирования кредитования малого и среднего предпринимательства, проектного финансирования, сырьевого экспорта, военной ипотеки. Банк России использует возможности процентной политики: по специфическим операциям используются особые ставки на уровне ниже традиционных ставок (6,5–9%): по кредитам банкам на финансирование инвестиционных проектов; по кредитам, обеспеченным залогом по кредитам ОАО «МСП Банк, предоставленным банкам или микрофинансовым организациям; по кредитам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»; по кредитам в рамках «Военной ипотеки» и пр. Важным является расширение Ломбардного списка России для рефинансирования под залог «нерыночных активов», в т. ч. кредитов реальному сектору. Косвенно не только центральный банк, но и правительство поощряет работу банков в реальном секторе путем докапитализации ключевых банков через Агентство по страхованию вкладов в виде облигаций федерального займа (ОФЗ) с условием направления полученных средств на цели кредитования приоритетных инвестиционных проектов ключевых российских предприятий.

Важное значение имеет также установление тесной связи монетарной и бюджетной политики [6], и не только по линии размещения средств бюджета в банковской системе. Так, постепенное расходование Резервного фонда объективно формирует профицит ликвидности в банковской системе и способствует снижению процентных ставок независимо от усилий центрального банка. Можно сказать, что косвенно в денежное регулирование вовлекается и Министерство финансов как куратор бюджета.

Таким образом, в арсенале денежно-кредитного регулирования сегодня есть разнообразные меры маневрирования между различными рисками в целях достижения финансовой стабильности. К сожалению, эффективность мер монетарного регулирования в России сильнее всего детерминирована внешними факторами (прежде всего, ценой на нефть), что сужает диапазон возможностей центрального банка. В частности, в условиях сокращения активного торгового сальдо (за 2015 г. – на 41,2 млрд долл.) становится все труднее поддерживать валютными интервенциями падающий курс в связи с ухудшением

ценовой конъюнктуры. Одновременно эти валютные интервенции еще больше сокращают международные резервы: они сократились с начала 2014 г. почти на 130 млрд долл., или на 25%. При проведении структурных реформ и диверсификации экономики денежно-кредитное регулирование станет более свободным, гармоничным и предсказуемым.

Таким образом, разнообразие условий функционирования стран в глобальной экономике порождает разную степень финансовой устойчивости и, соответственно, формирует разные типы денежно-кредитного регулирования, избираемого монетарными и правительственными властями.

Денежно-кредитная политика в России реализуется в сложных экономических условиях. Ее вектором должны стать приоритеты развития и роста с допущением регулируемого инфляционного давления. Это означает необходимость эластичной эмиссии с действенным контролем ее абсорбирования в национальной экономике. Конечным эффектом должна стать системная финансовая стабилизация.

Список литературы

- [1] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов.
- [2] Денежно-кредитная статистика Банка России.
- [3] Федеральная служба государственной статистики.
- [4] МВФ. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности, октябрь 2015 г.
URL: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/gfsr/2015/02/pdf/execsumr.pdf> (20.04.2016).
- [5] ООН. Доклад о торговле и развитии, 2015 год.
URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2015overview_ru.pdf (30.05.2016).
- [6] Дворецкая А.Е. Взаимодействие денежно-кредитной и бюджетной политики как фактор финансовой устойчивости // Деньги и кредит, 2015. №10. – С. 20–28.
- [7] Долженков А. Кристин Лагард: нужны лидеры и деньги.
URL: <http://expert.ru/2016/04/5/mvf/h> (30.05.2016).
- [8] Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. – М.: Магистр, 2014.