

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ НАУКИ

**ИНСТИТУТ ЕВРОПЫ
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ
НАУК**

125009, МОСКВА, МОХОВАЯ УЛ., 11-3

ТЕЛ.: +7(495)692-10-51/629-45-07

ФАКС: +7(495)629-92-96

WWW.INSTITUTEOFEUROPE.RU



**INSTITUTE OF EUROPE
RUSSIAN ACADEMY OF
SCIENCES**

125009, MOSCOW, MOKHOVAYA STR., 11-3

TEL.: +7(495)692-10-51/629-45-07

FAX: +7(495)629-92-96

WWW.IERAS.RU

Аналитическая записка №1, 2016 (№31)

Денежно-кредитная политика России: необходимы изменения

Валентин Федоров

член-корреспондент РАН, доктор экономических наук, заместитель Директора ИЕ РАН

Анатолий Бажан

доктор экономических наук, заведующий Отделом экономических исследований ИЕ РАН¹

В аналитической записке анализируется содержание современной денежно-кредитной политики России в связи с резким снижением мировых цен на нефть и применением западных антироссийских санкций. Показано, что ускорение инфляции в этих условиях, не определяется монетарными факторами, а потому не может быть ограничено традиционными мерами воздействия в форме регулирования денежных потоков на основе так называемого таргетирования инфляции. Авторы считают, что таргетирование не только не эффективно по указанной причине, но и отрицательно сказывается на инвестиционных процессах в стране и интеграции на постсоветском пространстве, поскольку делает рублёвый курс излишне волатильным, зависящим напрямую от цен на нефть. Формулируются рекомендации по трансформации российской монетарной и валютной политики с целью её адаптации к реалиям сегодняшнего дня.

¹ Подготовленная А.И.Бажаном и опубликованная в данной записке часть материалов является результатом исследований, проведенных в рамках выполнения проекта РГНФ №15-07-00040.

В условиях антироссийских санкций Запада становится особенно очевидной ущербность того направления денежно-кредитной политики, которое практикуется на протяжении многих лет Банком России. В самом деле, санкции и необходимость импортозамещения остро ставят вопрос о масштабных и долгосрочных инвестициях в экономику России. Откуда их взять, если инвестиции ограничены? Ограничены самими санкциями, поскольку Запад блокирует доступ основных российских коммерческих банков к источникам финансирования на мировых рынках капиталов. Ограничены денежно-кредитной политикой Банка России, поддерживающего высокую ключевую ставку и низкий уровень монетизации экономики, тем самым сжимая возможности для финансирования хозяйственных процессов в стране.

Конечно, было бы неправильно обвинять Банк России в соучастии в санкциях, инспирированных США. Центральный банк сжимал денежную массу на протяжении многих лет и до санкций, поддерживая низкий уровень монетизации экономики – менее 50% (M2 к ВВП). Более правильным поэтому было бы считать, что ЦБ использует контрпродуктивные ограничивающие меры в силу ошибочности прежде всего теоретических предпосылок, лежащих в фундаменте проводимой им денежно-кредитной политики. ЦБ, следуя монетаристской доктрине, ошибочно полагает, что всякий рост цен надо сбивать сжатием денежной массы. А это, с другой стороны, означает (признаёт ли это Банк России или нет), что любой рост цен есть функция расширяющейся денежной массы.

Представление в таком логическом ракурсе монетаристской концепции показывает в полной мере её ущербность, ибо здесь обнаруживается её вопиющее несоответствие практике хозяйственной жизни, в которой реальная связь денежной массы и цен функционирует в форме диалектического взаимодействия: не только рост денежной массы может вести к росту цен, но и увеличение цен, обусловленное другими факторами, может служить причиной возрастания денежной массы, поскольку требует для осуществления товарного оборота дополнительной денежной эмиссии. Во втором случае, когда цены определяют денежную массу, бесполезно бороться с инфляцией, ограничивая кредитование. Этим ничего не достигнешь.

Вот и в России, поскольку монетизация экономики крайне низка, рост цен не обусловлен денежной массой. И когда Банк России пытается решить эту проблему путём её дальнейшего сжатия, он борется с ветряными мельницами, нанося вред национальной экономике, сокращая инвестиционные ресурсы. ЦБ не только действует неэффективно, но и тормозит развитие национального хозяйства.

Статистические данные двух последних десятилетий показывают отсутствие зависимости между ростом цен и ростом денежной массы и наличие зависимости инфляции от действий монополизированных торговых сетей, естественных монополий,

от роста цен и тарифов на услуги, предоставляемых ими населению и компаниям². Иными словами, рост цен и тарифов монополий приводит, путем их воздействия на увеличения издержек производства множества предприятий и повышательную динамику заработной платы, к росту цен других услуг и товаров и, в конечном счёте, к раскручиванию инфляционной спирали. Снижение темпов инфляции наблюдалось у нас в последние годы только тогда, когда правительство ограничивало рост тарифов и цен естественных монополий.

Всего этого почему-то не учитывает Банк России и с упорством достойным удивления продолжает проводить свою давно ставшую одиозной политику давления на денежную массу. Эта политика последовательно использовалась и в недавней ситуации роста внутренних цен, связанного с падением нефтяных котировок и введением западных санкций. Хотя и в этом случае денежная масса была явно ни при чём: возрастание внутренних цен было обусловлено падением курса рубля и увеличением цен на импортные товары.

Как действовал ЦБ? На наш взгляд, он показал свою полную беспомощность в критической ситуации. Когда началось падение курса рубля, ЦБ в соответствии с тактикой сжатия денежной массы повышает ключевую ставку в июле 2014 г. до 8%, ноябре - до 9,5%, декабре - до 10,5%, а затем - и до 17%, затем снижает её в феврале 2015 г. до 15%, и, наконец, устанавливает на уровне 11%, следуя динамике прогнозируемого изменения цен.³ Это, конечно, ничего не дает в борьбе с инфляцией, но в то же время блокирует кредитование роста, ибо коммерческие банки применяют ставки, намного превышающие с учётом банковской маржи рентабельность многих хозяйств (прежде всего, в промышленности). По всей видимости, в это время была бы адекватной тактика не изменения ставок, а поддержки курса рубля за счёт валютных интервенций. Тогда не увеличивались бы и цены импорта.

На это, правда, руководители ЦБ замечают, что использование интервенций в условиях начавшегося спекулятивного ажиотажа и игры на понижение рубля привели бы к исчерпанию валютных резервов, оставили бы российскую экономику без валютной «подушки безопасности». И этот аргумент в известной мере справедлив, но только для периода, когда паника и стремление перевести ликвидность в иностранную валюту охватила подавляющую часть предприятий и физических лиц. В то же время, по нашему мнению, интервенции были бы весьма действенны в начальной фазе, когда только наметилось падение цен на нефть и появлялись первые признаки снижения курса рубля. Спекуляцию надо было задуть в зародыше массивной продажей иностранной валюты. Но это не было сделано. Время было упущено. Небольшие инъекции долларов и евро на валютном рынке, проведённые Банком России, в силу незначительности их объёмов, никак не повлияли на развитие спекулятивной

² Г.А. Тосунян. Денежно-кредитная политика как инструмент экономического роста или падения? Труды Вольного экономического общества, №2, 2015, с. 26.

³ Статистический бюллетень Банка России, №2, 2015, с.65.

ситуации. ЦБ почему-то не использовал и другой важный инструмент противодействия: не ввел для экспортеров порядок обязательной продажи хотя бы части валютной выручки. А ведь эта мера в недалёком прошлом нашей страны в сложных и особенно кризисных условиях зарекомендовала себя весьма действенной для поддержки национальной валюты.

Вместо этого – манипулирование ключевой ставкой. Ещё один аргумент ЦБ состоит в том, что это способствует снижению спроса на валюту, тормозит рост её курса, поскольку удорожает для коммерческих банков и их заёмщиков рублёвую ликвидность, которую они обращают на скупку долларов и евро. Но и этот аргумент при детальном рассмотрении оказывается несостоятельным в условиях скачкообразного изменения цен на нефть. Когда с июня 2014 г. по январь 2015 г. цена на нефть упала более чем в 2 раза и пропорционально более чем в 2 раза увеличился курс рубля⁴, высокая годовая ставка рефинансирования в 17% (в месячном исчислении ~ 1,3%) представляла собой бесконечно малую величину по сравнению с масштабом дохода, который получили спекулянты при использовании предоставленных ЦБ «дорогих» заёмных средств. Иными словами, для кредитования промышленности повышенная ключевая ставка рефинансирования неподъемна, но для валютных спекулянтов она не создавала особых препятствий для скупки, а затем перепродажи валюты по более высокой цене.

Справедливости ради надо отметить одно очень важное обстоятельство, которое способствует тому, чтобы ЦБ проводил неадекватную монетарную политику. Это действующее в России законодательство, которое определяет направленность деятельности Банка России. Речь идёт прежде всего о Конституции РФ. В п. 2 ст. 75 Основного закона записано: «Защита и обеспечение устойчивости рубля – основная функция Центрального банка Российской Федерации, которую он осуществляет независимо от других органов государственной власти». Это положение по существу воспроизводится и в ст. 3 (п.1) Федерального закона «О Центральном банке...», где говорится о том, что Банк России «во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разрабатывает и проводит единую государственную денежно-кредитную политику, направленную на защиту и обеспечение устойчивости рубля».

Воздействие этого законодательства на формирование денежно-кредитной политики имеет двойной характер. Во-первых, оно, в сущности, делает безальтернативной цель денежно-кредитной политики. Вместо того, чтобы просто сказать, что главной функцией ЦБ является разработка и проведение в жизнь денежно-кредитной политики, оно обязывает банк проводить вполне определенную форму политики, поскольку определяет ее конкретную цель в виде поддержания устойчивости рубля. Именно этим обстоятельством объясняется тот факт, что указанная цель неизменно фигурирует в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики – главном документе, в котором регулярно фиксируются задачи для Банка

⁴ Информационно-аналитический портал «Нефть России» (<http://www.oilru.com/dynamic.phtml>)

России. Во-вторых, законодательство делает ответственным за показатели инфляции и динамику валютного курса исключительно ЦБ. Ведь, если главное, что он должен делать, это защита рубля, то и оценка его работы должна осуществляться на основе того, как выполняется эта функция.

Что же негативного содержится в этом законодательстве? С одной стороны, оно полностью снимает ответственность с ЦБ за тот вред, который может нанести его политика развитию национальной экономики в результате сжатия денежной массы. С другой стороны, оно во многих случаях нацеливает Банк России на проведение неадекватной политики. Действительно, у ЦБ в проведении монетарной политики есть лишь два способа воздействовать на экономику: расширить или сжать денежную массу (разнообразные инструменты, которые он использует при этом, составляют лишь множество методов, с помощью которых банк способен добиваться той или иной степени воздействия на масштабы денежного обращения). Поскольку эмиссия денег – это средство стимулирования экономического роста, за который ЦБ не несёт ответственности, то сжатие денежной массы или, по крайней мере, недопущение быстрого её расширения будет оставаться приоритетной задачей для Банка России, пока не изменится банковское законодательство.

Наделение ЦБ ответственностью исключительно за устойчивость рубля приводит к негативным результатам и в силу следующей причины. Инфляция в РФ, как было сказано выше, имеет в основном немонетарную природу. Это означает, что Банк России не обладает эффективными инструментами для её снижения. Но чтобы показать обществу, что он борется с инфляцией и тем самым снять с себя ответственность, ЦБ приводит в действие инструменты, которые есть в его распоряжении, то есть занимается «обрезанием» денежной массы. И этот фокус до сих пор срабатывал, поскольку господствующее (но ошибочное) мнение состоит в том, что любую инфляцию можно победить, сокращая денежную массу. В результате, наша экономика приобрела парадоксальные черты. В ней прижились два, казалось бы, несовместимых элемента: довольно высокий уровень инфляции и весьма низкий уровень кредитования и монетизации.

Все сказанное подводит к выводу о том, что сейчас необходимо кардинальным образом трансформировать денежно-кредитную политику страны. Наиболее важные направления этой трансформации состоят, как представляется, в нижеследующем.

1. Снять положение в законодательстве о том, что главным содержанием деятельности ЦБ является обеспечение устойчивости национальной валюты.
2. Центральный банк должен быть наделен лишь правом разрабатывать и проводить денежно-кредитную политику. Что касается её целей, то они должны определяться денежными властями исходя из оценки экономической ситуации. В настоящее время такой целью следует избрать расширение кредитной поддержки на долгосрочной основе и льготных условиях тех коммерческих банков и организаций, которые

осуществляют кредитование реального сектора экономики, в особенности приоритетных с точки зрения национальных интересов сфер хозяйства.

3. При этом в случае существенного расширения кредитования и возникновения на этой почве опасности ускорения инфляции ЦБ мог бы прибегнуть к сочетанию льготного расширенного кредитования банков, финансирующих рост приоритетных отраслей экономики, со сжатием кредитования и ужесточением процентной политики по отношению к банкам, деятельность которых не связана с этим финансированием.

Несостоятельность действующей денежно-кредитной политики проявляется не только в игнорировании необходимости поддерживать кредитование роста национального производства, но и в переходе к весьма модному в мировой экономике таргетированию инфляции, предполагающему введение плавающего курса рубля. Эта система регулирования широко используется во многих развитых странах Запада. Функцией главного инструмента влияния на макроэкономическую среду здесь наделяется рыночный процент, зависящий от ставки рефинансирования центральных банков. Теоретически считается, что с помощью изменения процента можно добиться снижения или повышения цен в зависимости от того, какие цели ставит экономическая политика. При этом однако предписывается отпустить в плавание национальную валюту, то есть не заниматься регулированием её курса, поскольку используемые для этого валютные интервенции оказывают противодействующее влияние на регулируемые таким образом цены. В частности, когда реализуется задача снизить инфляцию путём повышения ставки рефинансирования, это приводит не только к повышению цен, но и к возрастанию курса национальной валюты из-за притока в страну иностранной валюты. Поддержание курса национальной валюты в этих условиях означает для центрального банка необходимость ее скупать и тем самым увеличивать денежную массу, то есть идти вразрез с политикой сокращения инфляции.

В настоящее время переход к свободному плаванию рубля для России, как нам представляется, не желателен прежде всего в силу сырьевой ориентации нашей экономики и чрезмерной волатильности мировых рынков углеводородов и других видов сырья. Дело в том, что свободное плавание порождает скачкообразное изменение курсов в зависимости от колебаний цен на сырьевых рынках, что вносит дезорганизацию в деловую жизнь страны в целом и в процессы инвестирования в частности. И речь не идёт только о стремительном падении цен на нефть в 2014 г. Такие примеры были и ранее. Например, цены на нефть марки Urals в период с 2007 по 2009 годы изменялись скачкообразно трижды. Сначала с 50 до 140 долларов за баррель. Потом упали до 40 долларов. Затем опять увеличились до 70 долларов. Но в то время курс рубля поддерживался Банком России, и поэтому его скачков не было.

Отрицательные последствия свободного плавания в российских условиях таковы.

Во-первых, становится невозможным элементарное планирование инвестиций, поскольку расчет затрат на реализацию проектов и определение возможных результатов становится проблематичным из-за скачков валютного курса.

Во-вторых, из-за колебаний курса резко возрастают валютные риски для бизнеса. По существу, имеет место перекалывание на бизнес тех рисков, которые несет в условиях управления курсом Центральный банк. Следовательно, увеличиваются и издержки бизнеса, связанные с хеджированием рисков. Валютные риски возрастают и для государства, с одной стороны, потому что возникает необходимость поддержки связанных с государством предприятий, потерпевших убытки из-за колебания курса, а с другой стороны, в связи с внешними займами, которые осуществляет государство.

В-третьих, свободное плавание, вкупе с неспособностью снизить темпы инфляции, создает препятствия для развития интеграции на постсоветском пространстве и реализации в полном объеме объявленной на самом высоком уровне российской власти политики перехода к преимущественному использованию в международных расчетах на просторах СНГ национальных валют вместо традиционных мировых денег.

Вытеснение доллара, конечно, здесь имеет место. В частности, доля рубля в поступлениях в Россию за экспорт в страны ЕАЭС возросла с 2013 по 2014 гг. с 53,8 до 65,6% , а доля доллара снизилась с 36,4 до 25,9%. Та же тенденция отмечается в расчетах по импорту: доля рубля увеличилась с 60,7 до 70,3%, а значение доллара сократилось с 33,4 до 23,5%⁵. И всё же приходится констатировать, что роль доллара в регионе в силу отмеченных выше обстоятельств, остаётся значительной. Высокая волатильность российской валюты и неснижающаяся инфляция ослабляют интерес участников расчетов в рамках Евразийского союза к использованию рубля. Экспортёры, получая за свой товар рубли, во многих случаях стремятся переводить их в доллары, чтобы сохранить реальную стоимость выручки. Но если имеет место накопление долларов, то и покупки в значительной степени происходят в долларах. Таким образом, неустойчивость рубля служит важнейшей причиной того, почему доллар всё ещё занимает важное место в обороте товаров и капиталов в Евразийском союзе и на постсоветском пространстве в целом.

Волатильность курса рубля не только снижает его способность конкурировать с долларом. Она также негативно сказывается на развитии торговых отношений с партнёрами по евразийской интеграции, тормозит развитие межреспубликанского разделения труда на постсоветском пространстве. В частности, резкое падение курса рубля в конце 2014 рубля почти в 2 раза привело к тому, что белорусское население и бизнес начали скупать в России не только промышленные товары, но и сельскохозяйственную продукцию, на производстве которой Белоруссия, как известно, специализируется сама и в нормальных условиях её экспортирует в больших масштабах в Россию и другие страны СНГ. То же самое имело место и в торговых отношениях с Казахстаном. В результате оба партнёра России, понеся большие потери от сокращения экспорта и внезапно усилившейся конкуренции российских

⁵ Банк России. Статистика внешнего сектора. Валютная структура расчетов за поставки товаров и оказание услуг по внешнеторговым договорам.

URL: <http://www.cbr.ru/statistics/default.aspx?Prtid=svs&ch>.

производителей в традиционных для себя областях специализации, вынуждены были пойти на соответствующее (такое же резкое) снижение курса своих валют.

Всё это говорит об одном: эффективная интеграция на постсоветском пространстве требует не только снижения инфляции, повышения стабильности курса рубля, но и координации курсов валют, в которых осуществляются расчёты⁶. Это значит, что страны-участники в лице их центральных банков и правительств должны управлять валютными курсами, что в свою очередь предполагает проведение соответствующей денежно-кредитной и валютной политики. Осознают ли это участники Евразийского союза? Вроде бы осознают, поскольку о координации в этой области речь идет и в Договоре о Евразийском экономическом союзе (раздел XIV) и в специальном соглашении центральных банков Белоруссии, Казахстана и России от 9 декабря 2010 г., посвящённом вопросам согласования валютной политики.

Однако во всех этих документах отсутствует главное, что могло бы направить усилия на решение данной проблемы: указание на то, что все страны объединения должны обладать одинаковыми механизмом управления курсами своих валют, с помощью которых можно было бы эффективно добиваться согласования. До 2014 г. Россия обладала таким механизмом, и он был, в сущности, идентичным тому, что до сих пор используют наши партнёры по Евразийскому союзу – регулирование курса с помощью проведения валютных интервенций. Но с 2015 года наше правительство и ЦБ отказались от регулируемого курса, отпустив его в свободное плавание. В этих условиях поддерживать курсовую стабильность в рамках Евразийского союза стало практически невозможно.

Нестабильность курса рубля вредит экономике во многих отношениях. Её отрицательный эффект становится особенно очевидным в связи с экономической интеграцией на постсоветском пространстве и развитием расчётов с использованием национальных валют. Выбор, который сделало руководство России, отказавшись от политики регулирования курса рубля в пользу таргетирования инфляции, по нашему мнению, не достаточно обоснованный. Целесообразно возвратиться к системе регулирования курса и произвести соответствующие изменения в антиинфляционной политике.

Публикация: 12 января 2016 года.

Материал доступен для скачивания по адресу: www.instituteofeurope.ru/publications/analytics

⁶ Подробно об этом см.: В.Я. Пищик, П.В. Алексеев. О концептуальных подходах к валютной унификации в процессе создания Евразийского экономического союза. Деньги и кредит. №9. 2015. С.20-26.