

УДК 330.831 (09)

Развитие российской денежно-кредитной политики

Канд. экон. наук **Смирнов Н.Н.** snn.itmo@gmail.com

Университет ИТМО

197101, Санкт-Петербург, Кронверкский пр., д. 49

Эволюция российской денежно-кредитной политики определялась прежде всего состоянием и основными проблемами экономики страны. В этом смысле заметно различаются этапы становления (1992-1994 гг.), попытки макроэкономической стабилизации (1995-1998 гг.), период между кризисами 1998 и 2008-2009 годов и последующий период, основные тренды которого обусловили в итоге переход к режиму таргетирования инфляции.

Становление пришлось на сложнейший период реформирования хозяйства, когда неотложными задачами Банка России являлись, в частности, кредитование огромного дефицита государственного бюджета, преодоление нехватки наличных денег в условиях высокой инфляции и выделение денежной системы России из прежней рублевой зоны. В 1995-1998 гг. предельно жесткая монетарная политика была использована для подавления инфляции, но в сочетании с переоцененностью рубля и несостоятельностью госбюджета она способствовала усилению разбалансированности экономики и наступлению кризиса. В начале нулевых сложилась принципиально иная макроэкономическая ситуация, характеризовавшаяся благоприятной внешней конъюнктурой, положительным сальдо платежного баланса, завышенным обменным курсом и успешным погашением государственного долга и обеспечивавшая в результате быстрый восстановительный рост. В этих условиях монетарная политика была перестроена с расчетом на замедление укрепления рубля: поддерживая систематическими валютными интервенциями завышенный обменный курс и способствуя таким образом ценовой конкурентоспособности российских предприятий, БР одновременно пытался ограничивать инфляцию и занимался с этой целью «отрицательным кредитованием экономики» (основная нагрузка в этой части ложилась на самом деле на бюджет в виде резервирования избыточных нефтегазовых доходов).

Возможности этой достаточно противоречивой модели были исчерпаны еще в преддверии глобального кризиса, но окончательно отказаться от нее вынудили условия и тенденции послекризисного периода – стабилизация и последующее снижение цен на нефть, замедление роста и структурные проблемы российской экономики, принципиально новая ситуация на валютном рынке, устойчивый структурный дефицит ликвидности и др. В итоге Банк России счел необходимым перейти к таргетированию инфляции и в том числе отказался от управления «плаванием» валютного курса.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, таргетирование валютного курса, логика денежной программы, таргетирование инфляции, канал процентных ставок.

Development of the monetary policy of Russia

Ph. D. **Smirnov N.N.** snn.itmo@gmail.com

ITMO University

197101, Saint-Petersburg, Kronverkskii pr., 49

The development of monetary policy of Russia was mainly influenced by overall situation and key problems of the economy. In this regard one can identify the following different stages: formative period (1992-1994), attempts of macroeconomic stabilization (1995-1998), the period between crises of 1998 and 2008-2009 and subsequent period main trends of which eventually led to inflation targeting.

Formative period coincided with the most difficult period of economic restructuring with financing of immense general government deficit, struggling against liquidity shortages in the face of high inflation and departure of Russian monetary system out from the former ruble zone being immediate concerns of the

Bank of Russia. In 1995-1998 extremely tight monetary policy was used to manage inflationary pressures, however, along with overvalued ruble and government budget failure such policy aggravated economic fluctuations and ended up with the onset of the crisis. At the beginning of 2000s fundamentally different macroeconomic situation was characterized by favorable external environment, positive balance of payments, overstated foreign currency exchange rate and public debt settlement – these drivers facilitated rapid recovery. In these circumstances monetary policy was refocused towards the slowdown of ruble strengthening: maintaining overstated currency exchange rate by means of the systematic currency interventions (and, thus, contributing to price competitiveness of Russian companies) the Bank of Russia tried at the same time to restrain inflation by sterilization of excess money (main pressure of sterilization process was actually put upon the budget through reserving oil and gas extra revenues).

Possibilities of this quite contradictory model had been used up even before the unfolding of the global crisis, however, decisive changes to the policy were undertaken under the following conditions and trends of the post-crisis period: stabilization and subsequent decline in oil prices, slowdown of economic growth and structural problems of the Russian economy, fundamentally new situation in the foreign currency exchange market, consistent structural liquidity shortage, etc. As a result the Bank of Russia adopted the approach of inflation targeting including the rejection of control over "floating" exchange rate.

Keywords: monetary policy, currency exchange rate targeting, logic of monetary program, inflation targeting, interest rate channel.

В развитии российской ДКП принято выделять несколько этапов, различающихся в зависимости от контекста, и прежде всего от состояния и основных проблем экономики. Ее становление пришлось на 1992-1994 гг., сложнейший период реформирования, когда основными задачами Банка России (БР) являлись кредитование огромного дефицита государственного бюджета (в 1992 г., например, для бюджета расширенного правительства он составил около 40 % ВВП), преодоление нехватки наличных денег в условиях высокой инфляции (только в 1992 г. цены выросли в 26 раз)

и выделение денежной системы России из прежней «рублевой зоны» (до 1993 г. денежная система России сосуществовала с системами других бывших союзных республик, и БР снабжал последние наличностью; эти «технические кредиты» включались Банком в состав А5 (см. табл. 1), в результате чего данный канал предложения денег действовал весьма активно; заметным источником предложения являлись также стабилизационные кредиты МВФ и других международных экономических организаций).

Таблица 1

Принципиальная структура баланса Центрального банка

Активы		Пассивы	
Золотовалютные резервы	A1	Наличные деньги в обращении	П1
Ценные бумаги	A2	Обязательные резервы и другие депозиты коммерческих банков	П2
Кредиты коммерческим банкам	A3	Депозиты правительства (счета государственного бюджета)	П3
Кредиты правительству	A4	Прочие обязательства и собственный капитал	П4
Прочие активы	A5		
Всего		Всего	

Поскольку эмиссионное финансирование дефицита госбюджета являлось одним из основных источников высокой инфляции, в 1995 г. было решено отказаться от прямых кредитов Центрального банка правительству. Впредь бюджетный дефицит предполагалось покрывать в основном за счет продажи государственных облигаций и займов международных организаций. Это решение означало перестройку денежного предложения в пользу операций на открытом рынке (т.е. переход, в терминах баланса Банка, от источников А3 – А5 к преимущественному использованию позиций А2 и А1). В июле 1995 г. этот шаг был дополнен введением «валютного коридора», означавшим фикса-

цию регулятором курса обмена рубля на доллар (в условиях высокой инфляции валютные спекуляции являлись одним из немногих доступных вариантов финансовых инвестиций и серьезно способствовали дальнейшему раскручиванию инфляционной спирали).

Последствия всего этого маневра оказались крайне неоднозначными. Как показали дальнейшие события, фиксация курса позволила ограничить спекуляции с иностранной валютой, снизить инфляционные ожидания и переориентировать денежные потоки на рынок государственных заимствований (рынок государственных краткосрочных облигаций и облигаций федеральных займов: ГКО-ОФЗ). В целом же благода-

ря предельно жесткой ДКП на первом этапе удалось существенно ограничить инфляцию, и ее уровень, измеренный индексом потребительских цен, снизился со 131 % в 1995 г. до 11 % в 1997 г. С другой стороны, в 1998 г. экономику поразил тяжелый кризис, который показал иллюзорность стабилизации и всю глубину накопленных диспропорций и противоречий. Достаточно сказать, что в течение всего лишь нескольких месяцев обменный курс вырос почти в 4 раза, а уровень инфляции составил в 1998 г. 84% и вернулся к докризисному уровню только в 2003 г.

Поскольку рубль был явно переоценен (6 руб. за доллар), это исказило многие ценовые соотношения, и в результате хозяйство и бюджетная система оказались неспособны к нормальной работе в условиях низкой инфляции. Значительная часть предприятий, не соответствуя сложившимся условиям, систематически не выполняла свои обязательства, в том числе по уплате налогов, а также перед персоналом по заработной плате и перед поставщиками, включая энергетиков и других естественных монополистов. Последние в обмен на эти неофициальные субсидии неплатежеспособным структурам в свою очередь не платили бюджету. Недополучая налоги и оставаясь дефицитным, бюджет тоже выполнял обязательства в урезанном виде и способствовал дальнейшему распространению неплатежей, неденежных расчетов, бартера и углублению кризиса в реальном секторе. В итоге сложилась своего рода «виртуальная экономика» с искаженными ценами, стимулами и поведением, крайне неэффективная и позволявшая приспособиться и выжить даже несостоятельным структурам (см., в частности, [12; 17, гл. 11]). Фактически это означало, что дезинфляция намного опередила реформирование предприятий и бюджета и другие направления перестройки экономики.

Выяснилось также, что именно государственный бюджет является в конечном счете чистым кредитором остальной экономики и «замыкает» на себя основную часть диспропорций. А это означало в свою

очередь неизбежность дальнейшего наращивания государственного долга и раскручивания рынка ГКО. Последний принимал все более гипертрофированные формы. С одной стороны, он постепенно переориентировал на себя весь финансовый сектор, а с другой – все больше превращался в «финансовую пирамиду», поскольку постоянно росла доля новых заимствований, уходящая на погашение предыдущих. Одним словом, снижение инфляции было достигнуто ценой чрезмерного роста государственного долга, а жесткая денежная политика «благополучно» уравнивалась неспособностью собрать налоги и сбалансировать бюджет.

В 1998 г. расходы на погашение долга превысили ресурсы бюджета и Центрального банка, и дальнейшее рефинансирование пирамиды ГКО стало невозможным. Краху пирамиды способствовали также международный финансовый кризис, подтолкнувший иностранных инвесторов к выходу из нее, и падение мировых цен на нефть, еще больше ослабившее российский бюджет. В итоге комплексный кризис стал неизбежным.

С другой стороны, случившееся несомненно оздоровило обстановку, которая граничила с подавлением отечественного производства. Из упомянутых ранее ценовых изменений следует, в частности, что российские товары автоматически стали вдвое дешевле по сравнению со своими зарубежными аналогами. Приведенный в табл. 2 условный пример иллюстрирует это утверждение (в примере отечественная продукция сравнивается с условным импортным изделием, стоящим на мировом рынке 100 долл.; использованные в таблице значения номинального обменного курса близки к фактическим; P_z – долларовая цена за рубежом; реальный валютный курс ϵ характеризует соотношение зарубежных и внутренних цен). Экспортерам девальвация, разумеется, тоже выгодна: продав такое же количество нефти, газа, металла и т.д. и заработав такое же количество долларов, они безусловно получают больший доход в рублях.

Таблица 2

Изменение ценовой конкурентоспособности в результате девальвации рубля

Показатели	Номинальный обменный курс (e), руб./долл.	Цена импорта в руб. ($e \cdot P_z$)	Цена внутренних производителей (P), руб.	Реальный валютный курс ϵ ($\epsilon = (e \cdot P_z) / P$)
1	2	3	4	5
До кризиса	6	600	800	0,75
После девальвации	30	3000	1500	2

Поскольку импортная продукция составляла перед кризисом до половины розничного товарооборота, вполне понятно, почему в течение некоторого времени российская экономика успешно росла в режиме «замещения импорта» (уже в третьем квартале 1998 г. импорт снизился по сравнению с соответствующим периодом 1997 г. больше, чем на четверть, а в четвертом квартале – вообще в 2,3 раза

[13, с. 85]). В дальнейшем тенденция роста была поддержана благоприятной динамикой мировых цен на основные статьи российского экспорта. По мере оздоровления ситуации постепенно исчез и феномен «виртуальной экономики».

Изменившиеся условия еще раз существенно скорректировали соотношение источников предложения денег. Монетизация государственного долга

(посредством A2), служившая в 1995-1998 гг. основным способом увеличения денежной базы, утратила свое значение в ситуации, когда бюджет превратился из дефицитного в профицитный, и правительство приступило к активному погашению своего долга. На фоне фактического замораживания рынка ГКО главным и практически единственным источником предложения денег надолго (вплоть до кризиса 2008-2009 гг.) стал прирост официальных валютных резервов ($\Delta A1$).

Сам по себе этот факт связан с преимущественно сырьевой ориентацией современной российской экономики и ее высокой зависимостью от внешней конъюнктуры. Значительный рост мировых цен на энергоресурсы и сырье привел в нулевые годы к существенному избытку внешнеторгового и платежного балансов России и интенсивному поступлению «нефтедолларов» на внутренний валютный рынок (к росту предложения долларов относительно спроса на них). По своим возможным последствиям это был еще один макроэкономический шок (противоположный, правда, по направленности девальвации 1998 г.): при невмешательстве в эти процессы обменный курс снизился бы (рубль укрепился), и это было бы равносильно возвращению к ситуации, имевшей место до 1998 г. Для недостаточно устойчивой российской экономики подобный исход оказался бы сильнейшим потрясением. (Сырьевая экономика в этом отношении постоянно находится в «зоне риска». Достаточно сослаться на сегодняшние последствия падения нефтяных цен. Российский федеральный бюджет, между прочим, более, чем наполовину, зависит от поступления нефтегазовых доходов.)

Поэтому в стратегическом плане было решено подчинить экономическую политику сдерживанию (замедлению) укрепления рубля. В макроэкономическом отношении, правда, такое решение означало консервацию неравновесия, но зато обеспечило поддержку ценовой конкурентоспособности российских предприятий в ситуации восстановления экономики. Потом эксперты много спорили о том, к какому классическому режиму ДКП ближе всего находилось реальное поведение Банка России. Скорее всего, по факту он таргетировал реальный валютный курс, сглаживая его колебания. Но, в отличие от классического таргетирования ϵ , которое реализуется путем последовательных девальваций национальной валюты вслед за инфляцией, регулятор больше ориентировался на поведение номинального курса рубля: при тех реальных возможностях, которыми располагал Банк, ему было проще влиять на номинальный курс, чем на инфляцию (подробнее с этим вопросом можно познакомиться по источнику [9, с. 139-146]. Как бы там ни было, регулятору постоянно приходилось искать компромисс между завышенным обменным курсом («слабым рублем»), с одной стороны, и посильным снижением уровня инфляции,

тоже имевшим первостепенное значение для российской экономики, с другой.

Собственно таргетирование курса осуществлялось путем систематических валютных интервенций БР: скупая в ходе интервенций избыток нефтедолларов, Банк сдерживал укрепление рубля, наращивал свои валютные резервы и параллельно осуществлял рублевую эмиссию. Поскольку же величина последней была несовместима с приемлемым уровнем инфляции, обязательным противовесом валютным интервенциям служила стерилизация избыточной денежной массы. (Понятно, что, покупая доллар не за 6, а за 30 рублей, Банк эмитирует через валютный рынок много дополнительных денег, и в этом смысле высокий обменный курс (слабый рубль и низкая внутренняя инфляция несовместимы). В результате критическим моментом становилась способность выбранной политики к стерилизации лишних денег.

Практика показала, что возможности самого Центрального банка в этом отношении явно недостаточны, и что он испытывает серьезный дефицит инструментов стерилизации. (Содержательно стерилизационные операции Банка представляли собой связывание избыточных резервов коммерческих банков на их счетах (например, депозитных) в БР, или иначе, означали отрицательное кредитование Банком банковского сектора страны.) Поэтому со временем все большая часть стерилизации (до 80 и более процентов) осуществлялась средствами бюджетной политики: правительство систематически исполняло государственный бюджет с существенным профицитом, резервировало сэкономленные средства и выводило их из оборота. Основным механизмом резервирования служил созданный в 2004 г. Стабилизационный фонд, который аккумулировал нефтегазовые доходы, превышающие определенный уровень. (В 2008 г. Стабилизационный фонд был разделен на две части – Резервный фонд и Фонд национального благосостояния.) (С позиций баланса Банка такой бюджетный маневр выглядит как накопление средств на счетах государственных органов и интерпретируется как отрицательный кредит правительству.) В результате, как уже отмечалось, вплоть до кризиса 2008-2009 гг. практически единственным источником предложения денег служил валютный (через внутренний валютный рынок) канал эмиссии при том, что и «банковский», и «бюджетный» каналы занимались стерилизацией лишних денег в интересах ограничения инфляции.

Воспользуемся опять балансом Банка и представим логику формирования его денежной программы следующим образом:

$$\Delta K = \Delta H - \Delta A1 = \Delta(A3 - P2) + \Delta(A4 - P3) \quad (1)$$

где ΔK – снижение чистых внутренних активов Банка (его кредита национальной экономике);

ΔH – прирост денежной базы (определяется дополнительным спросом на деньги с учетом целевого уровня инфляции);

$\Delta A1$ – прирост официальных валютных резервов (равен итогу платежного баланса, пересчитанному в рубли по действующему обменному курсу);

$\Delta(A3 - П2)$ – снижение чистого кредита Банка банковскому сектору;

$\Delta(A4 - П3)$ – снижение чистого кредита Банка правительству.

Поскольку эмиссия через валютный рынок устойчиво превышала допустимое расширение денежной базы ($\Delta A1 > H$), постольку Центральному банку приходилось во взаимодействии с правительством ограничивать внутренний кредит собственной экономике ($\Delta K < 0$). Предложение денег предопределялось поэтому увеличением международных активов (валютных резервов) Банка ($\Delta A1$), а уменьшение его остальных (или внутренних) активов характеризовало масштабы необходимой стерилизации и соотношение способов ее осуществления. Приведенное выражение является, следовательно, достаточно точной моделью основных особенностей экономики и экономической политики России в период, предшествовавший кризису 2008-2009 г. (Денежную программу, разумеется, приходится разрабатывать в нескольких вариантах применительно к разным сценариям развития мировой конъюнктуры и платежного баланса.)

Разумеется, такой подход являлся вынужденным и был связан с сильной зависимостью от внешней конъюнктуры в условиях шокового повышения сырьевых цен. Сама же политика снижения инфляции в условиях «слабого рубля» внутренне противоречива, характеризуется конфликтом целей, означает неравновесный характер макроэкономической ситуации и рассчитана на оказание хотя бы некоторой посильной поддержки неэкспортному сектору экономики. В целом же сложившаяся модель имела достаточно сложное соотношение преимуществ и недостатков. Кроме поддержки производителей, преимуществами являлись также приемлемая общехозяйственная стабильность, выигрыш времени для продолжения реформ, создание серьезных резервов (позволивших снизить напряжение кризиса 2008-2009 гг.) и успешное погашение внешнего государственного долга. Из недостатков отметим сохранение внешней зависимости экономики, ограничение внутренних спроса и кредита, подорожание инвестиционного импорта, высокую инфляцию, консервацию отставания финансового сектора, быстрый рост (в том числе из-за недостатка внутренних финансовых ресурсов) внешней задолженности предприятий и банков (сегодня это обстоятельство стало «ахиллесовой пятой» экономики), отток капитала и значительную стоимость внешнего долга. В целом же достаточно долго поддерживался удовлетворительный баланс различных интересов – производи-

телей и потребителей, экспортеров и импортеров и др.

Поскольку слабый рубль (завышенный обменный курс) сопряжен с более высокой инфляцией, его преимущества постепенно скрадывались тем, что внутренние цены росли быстрее, чем у партнеров по внешней торговле. В результате уже к лету 2006 г. реальный курс рубля вернулся к докризисному уровню 1997 г. [10, с. 4]. Частично это произошло за счет некоторого снижения обменного курса, но в основном – за счет опережающего роста внутренних цен. А это означало, что преимущества девальвации 1998 г. полностью исчерпаны. В дальнейшем из-за экстремально высоких цен на энергоносители рассмотренная модель работала с еще большими перегрузками и снижающейся эффективностью. Все-таки прирост денежной массы на 35-40 % в год никак не совместим с желательным (4-5%) уровнем инфляции, который был бы более уместен в сравнении с основными внешнеторговыми партнерами России.

Сложившиеся после кризиса 2008-2009 гг. условия и тенденции оказались заметно другими, привели к замедлению развития российской экономики и в очередной раз изменили ДКП. Снова изменилось соотношение источников предложения денег. С одной стороны, стабилизация и последующее снижение нефтяных цен привели к заметному сокращению сальдо платежного баланса России и снижению роли валютного канала эмиссии. Параллельно постоянно уменьшался излишек бюджетных средств, размещаемых на счетах правительства, и, следовательно, снижалось значение бюджетного канала. С другой стороны, начиная с осени 2011 г., период избыточной ликвидности («лишних денег») в банковской системе сменился ее устойчивым (структурным) дефицитом, и основным способом формирования денежной базы и предложения денег стало кредитование банков регулятором. Еще одним фундаментальным изменением явилась последовательная девальвация рубля, сопровождавшаяся отказом сначала от политики фиксированного курса, а в конце 2014 г. и от режима его «управляемого плавления».

В итоге с позиций Банка России сложились все необходимые и достаточные для смены режима ДКП, а именно для перехода к таргетированию инфляции, предпосылки. Во-первых, являясь автоматическим регулятором платежного баланса, плавающий валютный курс принимает на себя основную нагрузку в части приспособления экономики к внешним шокам (и, следовательно, освобождает Центральный банк от систематического присутствия на валютном рынке). В результате исключается возможный конфликт между целями ДКП, и Банк имеет возможность сконцентрироваться на ограничении инфляции. Во-вторых, в обозримой перспективе объективно сохранится структурный дефицит ликвидности, и ведущим каналом предложения денег останется кредитование банковского сектора Центральным банком. И, в-третьих, все предыдущее по-

звояет реализовать стандартную технологию воздействия на уровень инфляции и инфляционные ожидания, основанную на управлении процентными ставками и алгоритме «формирование ставки текущего рефинансирования, ориентирующей ставки денежного рынка - последующее изменение других процентных ставок (и цен финансовых активов) – трансляция указанных изменений в реальный сектор экономики, включая процессы ценообразования и инфляции».

Таргетирование инфляции появилось четверть века назад и постепенно превратилось в одну из наиболее распространенных мировых практик. По состоянию на 2013 г. его полномасштабную версию применяли уже 28 стран, в том числе Великобритания, Канада, Австралия, Новая Зеландия, Норвегия, Швеция и др., включая ряд стран с формирующимся рынком. С позиций современной макроэкономики минимизация инфляции вообще является естественным форматом монетарной политики: поскольку деньги и денежная политика в долгосрочном плане нейтральны, а предложение денег в итоге подконтрольно Центральному банку, постольку инфляция тоже должна быть нейтральной, и низкая стабильная инфляция в любом случае предпочтительнее высокой и нестабильной (не препятствуя тем самым полноценному выполнению ценами своих функций). Многочисленные эксперименты с прикладными моделями показали, в частности, что оптимальная денежная политика предполагает низкий в среднем долгосрочный уровень инфляции (пусть и при не слишком устойчивых колебаниях последней), в том числе и потому, что в этом случае обеспечивается высокая точность среднесрочных прогнозов, важная для практической политики [5, с. 45].

Одним из преимуществ таргетирования инфляции считается то, что оно сочетает достаточно точно определенные «собственные» (естественные) цели ДКП, стабильные правила достижения этих целей (например, известный и понятный всем принцип корректировки ставки рефинансирования) и значительную свободу действий Центрального банка в отношении краткосрочных шоков (сочетает «правила» и гибкость и вполне совместимо, кстати, с использованием денежной политики для стабилизации реальных переменных – см. [там же]). Другим важным преимуществом считается активное влияние на инфляционные ожидания, полагаемые одним из ведущих факторов инфляции. Это влияние реализуется благодаря «прозрачности» ДКП (подробному информированию о ней) и подотчетностью Банка, вплоть до проведения независимой экспертизы его действий. Эмпирические данные о результатах таргетирования инфляции не вполне однозначны, но в основном они свидетельствуют об эффективности этого режима ДКП (см., в частности, [14, гл. 4; 15]. Справедливости ради отметим, что Банки Испании, Финляндии и Словакии в свое время были вынуждены отказаться от него.

Таргетирование инфляции предполагает в качестве одной из предпосылок работоспособный канал процентных ставок. Схематично этот канал можно представить следующим образом:

$$r_d < r_b < r_m < r_f < r_c \dots r_L, \quad (2)$$

процентные ставки ставки рынка денежного
рынка капитала

где r_d – ставка по депозитам до востребования;
 r_b – доходность краткосрочных гособлигаций;
 r_m – ставка по межбанковским кредитам;
 r_f – ставка рефинансирования (учетная ставка Центрального банка);
 r_c – ставка по краткосрочным банковским кредитам небанковскому сектору экономики;
 r_L – долгосрочная ставка.

Долгосрочную ставку в свою очередь можно представить так:

$$r_L = r_c + \Delta_1 + \Delta_2 \quad (3)$$

где Δ_1 – ожидаемые изменения во времени;
 Δ_2 – поправки на инфляцию, снижение ликвидности, кредитные и другие возможные риски (долгосрочная ставка может оказаться ниже краткосрочной, если $\Delta_1 < 0$, и инвесторы ожидают долговременного снижения процента).

Выражения (2) и (3) показывают, что процентные ставки образуют систему, подчиняющуюся определенным соотношениям, которые поддерживаются самими рынками. Не может, например, быть устойчивой ситуация, при которой доходность операций с казначейскими векселями выше ставки межбанковского рынка ($r_b > r_m$): ее «исправят» сами банки, занимая друг у друга для приобретения облигаций; это приведет к снижению r_b при одновременном росте r_m . Напомним, что непосредственной операционной целью Центрального банка является однодневная ставка по межбанковским кредитам, на которую он может влиять как посредством операций на открытом рынке (r_b), так и по линии рефинансирования коммерческих банков (r_f). Оперируя, таким образом, в нормальных условиях в основном в краткосрочном секторе рынка, Банк рассчитывает на то, что «процентный канал» будет транслировать его политику в реальный сектор экономики. При отступлениях же от нормы (как в ситуации последнего глобального кризиса и после него, например) ему приходится пользоваться нетрадиционными методами, и, в частности, увеличивать объем операций с долгосрочными государственными облигациями.

Выстраивая систему рефинансирования коммерческих банков, Банк России столкнулся с тем, что самым востребованным банками способом являются еженедельные аукционы прямого РЕПО (на

них периодически приходилось более 80 % всех кредитов регулятора). Вполне естественно поэтому, что он выбрал ставку по этим операциям в качестве так называемой ключевой. Отслеживая ежедневно ситуацию с ликвидностью банков, БР лимитирует недельные аукционы таким образом, чтобы удерживать эту ставку на выбранном уровне. Вокруг ключевой ставки в свою очередь формируется симметричный «процентный коридор» (ключевая ставка плюс – минус 1 процентный пункт), служащий ориентиром для однодневных ставок межбанковского рынка. Границы коридора соответствуют при этом фиксированным ставкам по операциям постоянного действия: верхняя – по предоставляемым Банком однодневным кредитам, а нижняя, соответственно – по однодневным депозитам. Ограничивая таким способом диапазон колебаний ставок денежного рынка и сближая их с ключевой ставкой, Банк одновременно ориентирует описанный выше «передаточный механизм», рассчитывая на достижение в среднесрочной перспективе целей по инфляции (снижение ее среднего уровня до 4 % в 2017 г. с последующим его поддержанием в дальнейшем).

Разумеется, Банк России не может ограничиться нейтрализацией инфляции. При возможности он будет также сглаживать средствами ДКП циклические колебания экономики, прибегать в случае угрозы финансовой стабильности к валютным интервенциям, обеспечивать в качестве мегарегулятора развитие рынков ценных бумаг и взаимодействовать с другими органами управления в интересах сбалансированности экономической политики (подробнее с задачами перехода к новому режиму ДКП можно познакомиться по источникам: [1; 7; 16].

При всей привлекательности переход к таргетированию инфляции все-таки представляется задачей со многими неизвестными. До сих пор, например, все исследования внешней устойчивости российской экономики констатировали низкую чувствительность торгового баланса к изменениям реального обменного курса (см., напр., [8]). Низкая эластичность характерна при этом и для экспорта, и для импорта. Это означает, что адаптация к внешним шокам происходила в основном за счет изменений внутренних спроса и выпуска, а не благодаря изменениям реального курса. При нынешних же структуре российского экспорта и степени зависимости экономики от импорта сама адаптация становилась обычно достаточно болезненной. Вряд ли переход к плавающему курсу мгновенно изменит положение дел, и обычная для развитых стран ситуация, когда население и бизнес практически не реагируют на изменения валютного курса, в случае России в ближайшее время маловероятна.

Другим серьезным ограничением является недостаточная развитость финансового сектора, включая дефицит инструментов рефинансирования коммерческих банков и высокую волатильность денежного рынка. Это ограничение снижает качество пе-

редачи сигналов регулятора реальному сектору экономики. Кроме того, ограничивая проблему ликвидности состоянием корреспондентских счетов коммерческих банков, БР, будучи финансовым мегарегулятором и управляющим центром банковской системы, как бы дистанцируется пока от решения проблемы полноценности финансового посредничества и дефицита «длинных и дешевых денег» – проблемы, крайне актуальной в ситуации западных санкций. Поскольку указанные вопросы в свою очередь упираются в решение проблемы ограничения инфляции, то эта взаимозависимость тоже является источником существенной неопределенности. Таким образом, признавая в принципе необходимость перехода к новому монетарному режиму, следует считаться также с серьезностью связанных с этим переходом ограничений (см. также [2; 3; 4; 6; 11]).

Список литературы

1. Банк России (2014). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и на период 2016 и 2017 годов.
2. *Андрюшин С.* Перспективы режима таргетирования инфляции в России // Вопросы экономики. 2014. № 11. С. 107-121.
3. *Апокин А.* О фундаментальных недостатках современной денежно-кредитной политики / Апокин А. [и др.] // Вопросы экономики. 2014. № 12. С. 80-100.
4. *Бадасен П., Исаков А., Хазанов А.* Современная денежно-кредитная политика: обоснованная критика или типичные заблуждения экспертного сообщества? // Вопросы экономики. 2015. № 6. С. 128-142.
5. *Вудфорд М.* Таргетирование инфляции: совершенствовать, а не списывать в утиль // Вопросы экономики. 2014. № 10. С. 44-55.
6. *Глазьев С.* Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13-29.
7. *Горюнов Е., Дробышевский С., Трунин П.* Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 53-85.
8. *Гурвич Е., Прилепский И.* Как обеспечить внешнюю устойчивость российской экономики // Вопросы экономики. 2013. № 9. С. 4-39.
9. *Корищенко К.Н.* Проблемы перехода к таргетированию инфляции в России. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2006. 247 с.
10. *Кудрин А.* Реальный эффективный курс рубля // Вопросы экономики. 2006. № 10. С. 4-18.
11. *Плущевская Ю.* О состоятельности теоретического фундамента таргетирования инфляции и новокейнсианских моделей общего равновесия // Вопросы экономики. 2012. № 5. С. 22-36.
12. Разрушение системы неплатежей в России: создание условий для устойчивого экономиче-

ского роста: Доклад Всемирного банка // Вопросы экономики. 2000. № 3. С. 4-45.

13. Тарасевич Л.С., Гребенников П.И., Леусский А.И. Макроэкономика: учебник для бакалавров. 8-е изд. М.: Изд-во Юрайт, 2012. 686 с.

14. Улюкаев А.В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. 2-е изд. М.: Изд-во «Дело» АНХ, 2009. 208 с.

15. Хэммонд Дж. Практика инфляционного таргетирования – 2012 / Банк Англии. Центр исследований деятельности центральных банков. Руководство № 29. 47 с.

16. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4-12.

17. Ясин Е.Г. Российская экономика. Истоки и панорама рыночных реформ: Курс лекций. М.: Гос. ун-т – Высшая школа экономики, 2002. 437 с.

rosta: Doklad Vsemirnogo banka // *Voprosy ekonomiki*. 2000. № 3. S. 4-45.

13. Tarasevich L.S., Grebennikov P.I., Leusskii A.I. Makroekonomika: uchebnik dlya bakalavrov. 8-e izd. M.: Izd-vo Yurait, 2012. 686 s.

14. Ulyukaev A.V. Sovremennaya denezhno-kreditnaya politika: problemy i perspektivy. 2-e izd. M.: Izd-vo «Delo» ANKh, 2009. 208 s.

15. Khemmond Dzh. Praktika inflyatsionnogo targetirovaniya – 2012 / Bank Anglii. Tsentr issledovaniy deyatelnosti tsentral'nykh bankov. Rukovodstvo № 29. 47 s.

16. Yudaeva K. O vozmozhnostyakh, tselyakh i mekhanizmax denezhno-kreditnoi politiki v tekushchei situatsii // *Voprosy ekonomiki*. 2014. № 9. S. 4-12.

17. Yasin E.G. Rossiiskaya ekonomika. Istoki i panorama rynochnykh reform: Kurs lektsii. M.: Gos. un-t – Vysshaya shkola ekonomiki, 2002. 437 s.

References

1. Bank Rossii (2014). Osnovnye napravleniya edinoi gosudarstvennoi denezhno-kreditnoi politiki na 2015 god i na period 2016 i 2017 godov.

2. Andryushin S. Perspektivy rezhima targetirovaniya inflyatsii v Rossii // *Voprosy ekonomiki*. 2014. № 11. S. 107-121.

3. Apokin A. O fundamental'nykh nedostatkakh sovremennoi denezhno-kreditnoi politiki / Apokin A. [i dr.] // *Voprosy ekonomiki*. 2014. № 12. S. 80-100.

4. Badasen P., Isakov A., Khazanov A. Sovremennaya denezhno-kreditnaya politika: obosnovannaya kritika ili tipichnye zabluzhdeniya ekspertnogo soobshchestva? // *Voprosy ekonomiki*. 2015. № 6. S. 128-142.

5. Vudford M. Targetirovanie inflyatsii: sovershenstvovat', a ne spisyvat' v util' // *Voprosy ekonomiki*. 2014. № 10. S. 44-55.

6. Glaz'ev S. Sanktsii SShA i politika Banka Rossii: dvoynoi udar po natsional'noi ekonomike // *Voprosy ekonomiki*. 2014. № 9. S. 13-29.

7. Goryunov E., Drobyshvskii S., Trunin P. Denezhno-kreditnaya politika Banka Rossii: strategiya i taktika // *Voprosy ekonomiki*. 2015. № 4. S. 53-85.

8. Gurvich E., Prilepskii I. Kak obespechit' vneshnyuyu ustoichivost' rossiiskoi ekonomiki // *Voprosy ekonomiki*. 2013. № 9. S. 4-39.

9. Korishchenko K.N. Problemy perekhoda k targetirovaniyu inflyatsii v Rossii. SPb.: Izd-vo SPbGUEF, 2006. 247 s.

10. Kudrin A. Real'nyi effektivnyi kurs rublya // *Voprosy ekonomiki*. 2006. № 10. S. 4-18.

11. Plushchevskaya Yu. O sostoyatel'nosti teoreticheskogo fundamenta targetirovaniya inflyatsii i novokeysianskikh modelei obshchego ravnovesiya // *Voprosy ekonomiki*. 2012. № 5. S. 22-36.

12. Razrushenie sistemy neplatezhei v Rossii: sozdanie uslovii dlya ustoichivogo ekonomicheskogo

Статья поступила в редакцию 26.08.2015 г.