

УДК 336.711

ЭВОЛЮЦИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ: ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

Пыхтеев Ю.Н.

*ФГАОУ ВПО «Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского»,
Нижний Новгород, e-mail: iuryunik@rambler.ru*

В статье проанализирована эволюция принципов реализации денежно-кредитной политики в России на современном этапе. Показано определяющее влияние цены нефти и экспортных доходов на реализацию денежно-кредитной политики в России. Обосновано положение о том, что в условиях повышения мировых цен на нефть главной задачей кредитно-денежной политики становится аккумулирование резервов и наращивание денежного предложения, а на этапе спада для стабилизации курса национальной валюты Центральный банк вынужден абсорбировать ликвидность и продавать резервы. Выявлены риски, обусловленные переходом к монетарному режиму инфляционного таргетирования в условиях высокой зависимости российской экономики от внешних шоков. На основании проведенного анализа сформулирован вывод о несоответствии заявленных Центральным Банком экономических целей и фактически достигнутых результатов.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, Центральный банк, ключевая ставка, международные резервы, валютный курс, экспорт, экспортно-сырьевая экономика

EVOLUTION OF MONETARY POLICY OF THE BANK OF RUSSIA: PROBLEMS AND SOLUTIONS

Pykhteev Y.N.

*Federal State Autonomous Educational Institution of Higher Professional Education
«Nizhny Novgorod State University N.I. Lobachevsky», Nizhny Novgorod, e-mail: iuryunik@rambler.ru*

This article presents the analysis of the evolution of the principles of implementation of monetary policy in Russia at the present stage. The article shows the oil price and export income influence monetary policy in modern Russia. The article substantiates the proposition that in circumstances of world oil price the main target of monetary policy is to accumulate funds and monetary supply and when there is a decrease in order to stabilize the national currency rate Central Bank has to withdraw liquidity and to reduce funds. The analysis identified risks associated with the transition to monetary inflation targeting regime in the conditions of the high dependence from external shocks. The analysis results in conclusion about the non-compliance of the Central Bank economic goals and achieved results.

Keywords: monetary policy, Central Bank, key interest rate, international funds, currency rate, export, raw materials export economy

Денежно-кредитная политика является важнейшим элементом макроэкономической политики современного государства. С теоретической точки зрения, Центральный Банк должен выбирать монетарный режим, максимизирующий общественное благосостояние, в зависимости от заданных характеристик экономики [5]. Изменение этих характеристик приводит к смене оптимального монетарного режима. В связи с этим практические приоритеты денежно-кредитной политики время от времени изменяются.

В России это обусловлено, кроме прочего, высокой зависимостью экономики от сырьевого экспорта и колебаний цен на глобальном рынке углеводородов [3]. Внешние шоки приводят к значительным движениям обменного курса, платежного баланса, внешней долговой нагрузки на экономику, определяют направленность международных потоков капитала, порождают инфляцию, оказывают влияние на экономический рост [8] и т.п. Поскольку число характеристик, подверженных влиянию внешних

шоков, очень велико, а возможности монетарных властей ограничены, установить оптимальный монетарный режим на практике крайне сложно [4]. За последние 15 лет в России он изменялся несколько раз.

Эволюция приоритетов денежно-кредитной политики Банка России

Характер денежно-кредитной политики ЦБ РФ на протяжении 2000-х годов был обусловлен спецификой экспортно-сырьевой модели экономического развития, формировавшейся в России под влиянием значительного роста мировых цен на нефть. Приток валютных доходов от нефтегазового экспорта, перераспределяемых внутри экономики [1, 2], выполнял функцию основного катализатора внутреннего спроса, стимулируя производство и экономический рост [9].

До кризиса 2008-2009 гг. года российский экспорт увеличивался высокими темпами: в период с 2002 по 2008 год совокупный экспорт вырос в 4,4 раза, что в среднем составило 28% в год. Основная доля прироста

была обусловлена ростом цен в сегменте минеральных продуктов – доходы от экспорта нефти, нефтепродуктов и природного газа за 6 лет увеличились в 5,5 раза, а доля углеводородного сырья в составе экспорта достигла 70%. Поэтому основным приоритетом монетарной политики ЦБ РФ на этом этапе являлось предупреждение резкого укрепления рубля в связи с притоком валютной выручки, что автоматически обеспечивалось путем приобретения иностранной валюты на валютном рынке. Одновременно с этим, валютные интервенции служили основным каналом роста денежной массы и накопления золотовалютных резервов (табл. 1). В результате среднегодовое значение денежного агрегата М2 в период с 2000 г. по 2008 г. увеличилось в 14 раз, а объем международных резервов ЦБ РФ в августе 2008 г. достиг рекордного уровня в 597,5 млрд долл. Это дополнялось проциклическим изменением ставки рефинансирования, которая с 2002 по 2007 гг. была понижена практически в 2 раза, закрепившись к началу 2008 г. на уровне 10%. Основным недостатком подобного монетарного режима является его проциклический характер, но есть и значительные преимущества [7]: он обеспечивал краткосрочное стимулирование экономического роста и поддерживал макроэкономическую стабильность за счет управления валютными резервами.

Накопленные резервы играли роль «подушки безопасности» [6], что позволило минимизировать последствия негативного внешнего шока во время кризиса 2008–2009 гг. Когда в июле 2008 г. мировая цена нефти начала свое падение и курс рубля стал испытывать давление, ЦБ РФ приступил к экстренной продаже валюты из своих резервов. В период с июля 2008 г. по январь 2009 г., цена нефти упала примерно от 145 до 45 долл. за барр., на что ЦБ незамедлительно отреагировал интервенциями, сократив свои резервы за 6 месяцев на 210 млрд долл. (примерно от 597 до 387 млрд долл.). Одновременно с этим ЦБ предпринял поэтапное повышение ставки рефинансирования, которая к январю 2009 г. составила 13%. В итоге объем денежной массы по итогам 2008 г. остался практически неизменным (0,8% прироста). Таким образом, Центробанком были предприняты значительные усилия, позволяющие смягчить падение курса рубля, и все же оно оказалось весьма существенным: с июля 2008 г. по январь 2009 г. года рубль обесценился от 23 до 34 руб. за долл., что эквивалентно подорожанию доллара примерно на 50%.

Возобновление роста цен на нефть с 2009 г. по 2011 г. позволило Центробанку реанимировать консервативную политику на-

копления резервов. В 2011 году рост цен на нефть прекратился, и валютные интервенции ЦБ стали носить технический характер, а золотовалютные резервы стабилизировались на уровне около 500 млрд долл. В этот период главным источником роста денежной массы стали операции предоставления/абсорбирования ликвидности, реализуемые через механизмы рефинансирования банков. При этом в 2009 г. ЦБ последовательно понизил ставку рефинансирования, и в 2010–2012 гг. ее значение колебалось в пределах 8,0–8,25%.

Значительное изменение принципов денежно-кредитной политики произошло в 2013–2014 гг. Во-первых, в сентябре 2013 г. в качестве основного индикатора, определяющего систему процентных инструментов денежно-кредитной политики, была введена ключевая ставка Банка России, а ставка рефинансирования была признана второстепенной. Изначально ключевая ставка была установлена на уровне 5,5%, но к июлю 2014 г. она была поэтапно повышена до 8%, что примерно соответствовало предшествующему значению ставки рефинансирования.

Во-вторых, и это самое важное, ЦБ РФ заявил о смене целевого ориентира денежно-кредитной политики. В 2014 г. был анонсирован отказ от прямого вмешательства в процесс курсообразования на валютном рынке и переход к режиму инфляционного таргетирования. В ответ на очевидные опасения по поводу рисков, обусловленных плавающим курсом рубля, ЦБ использовал следующую логику: на валютный курс можно влиять не только интервенциями, но и процентными ставками. При этом отмечалось, что валютные интервенции не прекратятся полностью, они останутся в арсенале ЦБ, но будут применяться лишь в экстренных случаях в ответ на резкие колебания курса, способные подорвать финансовую стабильность [10]. Тем не менее, Банк России фактически отказался от функции защиты национальной валюты от обесценивания. Согласно «Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2015 и 2017 гг.», приоритетными целями политики ЦБ стали «обеспечение ценовой стабильности» (4+-1,5% по инфляции к 2016 г.) и «стабильное функционирование и развитие банковского сектора, финансового рынка и платежной системы» [4].

Это обусловило специфику реакции ЦБ РФ на негативные внешние шоки в 2014 г. Проводя параллель с 2008 г., можно отметить сравнительное понижение активности ЦБ в противодействии валютному кризису. В ответ на падение цены нефти от 110 до 50 долл. за барр. с июля 2014 г. по январь 2015 г. Центро-

банком было продано около 110 млрд долл. из своих резервов, объем которых сократился от 476 до 366 млрд долл. Также было предпринято беспрецедентное повышение ключевой ставки: от 7,5% в июле до 17% в декабре 2014 г. Прирост денежной массы по итогам 2014 г. был незначительным (2,2%). В целом, реакция ЦБ на негативный шок в 2014 г. выглядит слабее, чем в 2008 г., а последствия более значительны: с июля 2014 г. по январь 2015 г. доллар подорожал примерно с 34 до 62 руб. за долл., т.е. практически на 80%.

Все это позволяет нам сопоставить масштабы проблем, способы их преодоления и результаты, достигнутые в сфере денежно-кредитной политики на этапе кризисов 2008–2009 и 2014–2015 гг. (табл. 2). И в том, и другом случае источником проблем выступает резкое падение мировых цен на нефть. И в том, и другом случае проявляется такая

негативная черта экспортно-сырьевой экономики, как отток капитала в условиях сокращения экспортных доходов, усугубляющий масштабы внешнего шока. В 2008 г. падение нефтяных цен значительно сильнее, но в 2014 г. оно сопровождается более сильным оттоком капитала на фоне сложной международной обстановки и действия западных санкций, ограничивающих доступ отечественных субъектов к зарубежным займам, поэтому масштабы шоков затруднительно сопоставить напрямую. Но действия Центробанка вполне поддаются сопоставлению. В 2014 г. поддержка курса рубля в виде валютных интервенций почти в 2 раза слабее, а ужесточение процентной политики почти в 4 раза сильнее. Негативные последствия в виде падения обменного курса рубля в 2014 г. сильнее примерно в 1,6 раза, а прогнозируемая инфляция почти в 2 раза выше, чем в 2008 г.

Таблица 1

Цена нефти и некоторые основные показатели российской экономики

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Среднегодовая цена нефти Urals, долл./барр.	27,3	34,2	50,0	61,1	68,9	94,8	60,4	77,9	109,0	110,4	107,7	97,7
ВВП в пост. ценах, % к пред. году	7,3	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6
Инфляция, % к пред. году	12,0	11,7	10,9	9,0	11,9	13,3	8,8	8,8	6,1	6,6	6,5	11,4
Экспорт, всего, млрд. долл.	135,9	183,2	243,8	303,6	354,4	471,6	303,4	392,7	515,4	527,4	523,3	497,8
Нефтегазовый экспорт, млрд долл.	76,6	105,0	156,4	198,6	228,4	326,3	203,4	272,8	345,7	351,5	355,7	330,2
Золотовалютные резервы, млрд долл.	76,9	124,5	182,2	303,7	478,8	427,1	439,0	479,4	498,6	537,6	509,6	385,5
Чистый приток/отток капитала, млрд долл.	-1,7	-9,0	-0,3	43,7	87,8	-133,6	-57,5	-30,8	-81,4	-53,9	-61,0	-151,5
Денежная масса М2, прирост в %	50,4	36,1	38,6	48,8	43,1	0,8	17,7	31,1	22,3	11,9	14,6	2,2
Среднегодовой обменный курс, руб./долл.	30,7	28,8	28,3	27,2	25,6	24,8	31,7	30,4	29,4	31,1	31,8	38,0
Индекс реального курса рубля к доллару, %	18,9	14,0	3,9	17,0	15,0	-0,2	-0,4	4,0	1,0	7,2	-1,8	-34,4
Ставка ЦБ РФ* на конец периода, %	16,0	14,0	13,0	11,5	10,0	13,0	8,75	7,75	8,0	8,25	5,5	17
Внешний долг гос. органов и ЦБ РФ, млрд долл.	119,7	105,4	82,1	48,6	39,3	32,2	46,0	46,6	46,3	70,1	77,7	52,2
Частный внешний долг РФ, млрд долл.	66,0	107,9	175,1	264,6	425,1	447,6	420,3	442,0	492,6	566,4	651,2	546,8

Примечание. * – в 2003–2012 гг. – ставка рефинансирования, в 2013–2014 гг. – ключевая ставка. Источники: Росстат, Минфин, Банк России.

Таблица 2

Сравнительные показатели внешнего шока, реакции ЦБ РФ и их последствий

Внешний шок/реакция ЦБ/последствия	2008 г.	2014 г.
Абсолютное сокращение цены нефти за 7 мес. (с июля по январь), долл./барр.	100	60
Чистый вывоз капитала из России частным сектором за год, млрд долл.	133,6	151,5
Объем валютных интервенций ЦБ за 7 мес. (с июля по январь), млрд долл.	210	110
Повышение ставки ЦБ за 7 мес. (с июля по январь), п.п.	2,5	9,5
Рост обменного курса доллара за 7 мес. (с июля по январь), раз	1,5	1,8
Инфляция в следующем после падения цены нефти году, %	8,8	15,8*

Пр и м е ч а н и е . * – прогноз Минэкономразвития. Источники: Росстат, Минфин, Минэкономразвития, Банк России.

Таблица 3

Показатели внешней долговой устойчивости Российской Федерации

	Внешний долг/ВВП, %	Внешний долг/ЭТУ, %	Платежи по внешнему долгу/ВВП, %	Платежи по внешнему долгу/ЭТУ, %	ЗВР/платежи по внешнему долгу, %	Внешний долг на душу населения, долл. США
2005	34	96	10	29	235	1 801
2006	32	94	10	30	307	2 202
2007	36	119	12	40	308	3 267
2008	29	92	9	29	280	3 386
2009	38	136	11	39	333	3 268
2010	32	111	8	29	372	3 422
2011	28	94	8	26	341	3 767
2012	32	108	8	28	326	4 440
2013	35	123	9	32	266	5 072
2014	32	106	8	25	271	4 095
2015*	39	140	11	40	267	3415
<i>Пороговые значения коэффициентов МВФ. Степень риска: «низкая – средняя – высокая»</i>	30 – 40 – 50	100 – 150 – 200	–	15 – 20 – 25	–	–

Пр и м е ч а н и е . * – прогноз. Источники: Банк России, *расчеты автора.

Анализ внешней долговой устойчивости России

Характерной тенденцией последнего десятилетия стало активное вовлечение частного сектора в наращивание внешнего долга РФ. Тому способствовало развитие финансовых рынков и сравнительно высокая доходность инвестиций в России. К началу 2014 г. суммарный внешний долг РФ составил порядка 729 млрд долл., из них долг коммерческих банков и корпораций 651,2 млрд долл. В связи с этим резкое падение цен на нефть и курса рубля, сокращение экспортных доходов и международных резервов наносят серьезный ущерб внешней долговой устойчивости российской экономики.

ЦБ РФ ежегодно публикует показатели внешней долговой устойчивости России, сопоставляя их с критическими значениями, принятыми в международной практике (табл. 3). Общая идея такого подхода состоит в том, что приток зарубежных займов должен быть сбалансирован с расширением экспорта, наращиванием международных резервов, ростом ВВП и т.п. Как видим, в 2014 г. не наблюдается ухудшения ни одного из представленных показателей. Для некоторых из них это объясняется сокращением объема внешнего долга, обусловленное невозможностью рефинансировать задолженность в условиях западных санкций, а для других – чисто техническим фактором, состоящим в том, что в расчетах ис-

пользуется среднегодовой обменный курс рубля в 2014 г., равный 38 руб./долл.

В 2015 г. значения показателей внешней долговой устойчивости российской экономики изменятся в худшую сторону. Далее для их прогнозной оценки используем данные Минэкономразвития из «Прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2015 г.». В соответствии с прогнозом, среднегодовой курс доллара должен составить 61,5 руб./долл., ВВП России – 73119 млрд руб., экспорт – 334 млрд долл. Объем золотовалютных резервов примем на уровне их текущего значения, равного 357 млрд долл. Используемый в расчетах объем платежей по внешнему долгу в размере 133,9 млрд долл. соответствует данным ЦБ РФ. Прогнозное значение внешнего долга РФ в 2015 г. примем в размере 466,1 млрд долл. на основе допущения о невозможности для отечественных заемщиков использовать международные каналы рефинансирования. Но если частичное рефинансирование будет иметь место, то показатели «Внешний долг/ВВП», «Внешний долг/ЭТУ» и «Внешний долг на душу населения» будут хуже, а показатели «Платежи по внешнему долгу/ВВП» и «Платежи по внешнему долгу/ЭТУ» – несколько лучше полученных нами (табл. 3).

Согласно нашим расчетам, в целом в 2015 г. ожидается ухудшение показателей внешней долговой устойчивости российской экономики не только по отношению к 2014 г., но также и по отношению к 2009 г. Особенно пострадают коэффициенты «Внешний долг/ЭТУ» и «Платежи по внешнему долгу/ЭТУ», чувствительные к сокращению экспортной выручки. Причем второй из них значительно превысит крайнее пороговое значение высокой степени риска (по методике МВФ). Что касается общей долговой нагрузки, выраженной через «Внешний долг на душу населения», то ее «сокращение» (от 4095 до 3415 долл.) с учетом изменения валютного курса в реальности обрачивается увеличением от 130221 руб. до 210 022 руб.

Заключение

Зависимость российской экономики от сырьевого экспорта делает ее чрезвычайно чувствительной к колебаниям на мировом рынке минеральных продуктов. В этих условиях денежно-кредитная политика должна обеспечивать адекватную реакцию на негативные внешние шоки для поддержания стабильности функционирования финансовой системы страны. С учетом роли валютного курса рубля в российской экономике, его резкие колебания способны спровоцировать масштабный кризис, по-

этому важнейшей функцией Центрального Банка должно быть поддержание курсовой стабильности.

Отказ ЦБ РФ от таргетирования валютного курса в непростых макроэкономических условиях фактически означает игнорирование цели стабильного функционирования финансовой системы (действительно, двукратное обесценивание рубля имеет очень мало общего с понятием стабильности). Кроме того, это понижает прозрачность и предсказуемость монетарной политики, увеличивая и без того высокую степень неопределенности и создавая дополнительные риски. Альтернативная цель в виде таргетирования инфляции также не достигнута: в 2015 г. в России ожидается самый высокий рост цен за последнее десятилетие. Очевидно, выбранный монетарный режим требует корректировки с учетом существующих негативных тенденций: вероятности дальнейших колебаний цен на нефть, ограничения доступа к мировым финансовым рынкам, ослабления внешней долговой устойчивости и сохранения панических ожиданий на валютном рынке.

Список литературы

1. Виноградова А.В. Зарубежный опыт регулирования рентных отношений в нефтегазовом комплексе и возможности его использования в российской экономике // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2011. – № 46. – С. 57–67.
2. Виноградова А.В. Институциональные механизмы создания и присвоения природной ренты в экономике России // *Журнал экономической теории*. – 2011. – № 3. – С. 20–28.
3. Виноградова А.В., Пыхтеев Ю.Н. Роль нефтегазового комплекса России в обеспечении макроэкономической стабильности // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2014. – № 44. – С. 47–57.
4. Горюнов Е.Л., Дробышевский С.М., Трунин П.В. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // *Вопросы экономики*. – 2015. – № 4. – С. 53–85.
5. Ефимова Л.А. Особенности функции общественного благосостояния в экономической системе России // *Финансы и кредит*. – 2015. – № 2. – С. 57–66.
6. Климова Е.З., Виноградова А.В. Роль золотовалютных резервов в обеспечении экономической стабильности страны // *Российское предпринимательство*. – 2014. – № 13 (259). – С. 4–17.
7. Пыхтеев Ю.Н., Воронина А.С., Бурова А.А. Приоритеты денежно-кредитной политики в экспортно-сырьевой экономике // *Успехи современного естествознания*. – 2014. – № 12-5. – С. 616–619.
8. Пыхтеев Ю.Н., Виноградова А.В., Воронина А.С. Проблема деиндустриализации в экспортно-сырьевой экономике // *Фундаментальные исследования*. – 2014. – № 9-10. – С. 2288–2292.
9. Пыхтеев Ю.Н., Эгамов А.И. Модель стремительно развивающегося сектора применительно к российской экономике // *Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского*. – 2014. – № 4-1. – С. 333–338.
10. Юдаева К.В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // *Вопросы экономики*. – 2014. – № 9. – С. 4–12.