

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ В УСЛОВИЯХ СТРУКТУРНОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИКИ

МЕДВЕДЕВ Илья Денисович, imedvedev@forecast.ru, Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, Москва, Россия
Scopus Author ID: 57214071600; ORCID: 0000-0001-7076-0994

СОЛНЦЕВ Олег Геннадьевич, osolntsev@forecast.ru, Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, Москва, Россия
Scopus Author ID: 23971639900

В статье рассматриваются подходы к проведению денежно-кредитной политики Банка России в предстоящий период трансформации российской экономики. Особое внимание уделяется эффективности денежно-кредитной политики в процессе прохождения кризиса 2022 г. Анализ подходов Банка России осуществляется на основе документов стратегического планирования. Показано, что для более эффективного противостояния возможным шокам в процессе трансформации денежно-кредитная политика может быть сформулирована в рамках комплексного подхода, увязывающего стандартные инструменты с развитием финансовых рынков, внешнеторговых расчетов, контроля капитала.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, пруденциальная политика, валютное регулирование, инфляция, таргетирование, финансовая стабильность

DOI: 10.47711/2076-3182-2023-2-6-28

Введение. В 2022 г. российская экономика вступила в фазу кризиса, причинами которого стали экономические шоки различной природы, требующие согласованного ответа со стороны государственных органов, проводящих экономическую политику.

Особая роль в борьбе с экономическими шоками отводится денежно-кредитной политике (ДКП). В литературе существуют различные взгляды на включенность ДКП в экономическую политику наряду с политикой макропруденциального регулирования,

валютного контроля и степень их взаимной координации. Особое внимание уделяется как степени согласованности денежно-кредитной политики с другими видами политики центральных банков, так и разнесения ответственности по отдельным институциональным структурам или, наоборот, концентрации в руках единого мегарегулятора.

Взгляды на связь денежно-кредитной с другими видами политики менялись с течением времени. После кризиса 2008 г. центральные банки осознали опасность рисков, связанных с возникновением финансовых дисбалансов. Стали обсуждаться вопросы: должна ли ДКП быть дополнена целью по финансовой стабильности помимо ценовой стабильности. В исследовательском докладе Банка России «денежно-кредитная политика и финансовая стабильность» отмечается:

«Современный консенсус состоит в том, что ценовая стабильность не обеспечивает финансовую стабильность, а отсутствие ценовой стабильности в терминах таргетирования инфляции необязательно риск для финансовой стабильности» [1].

При этом эффективность достижения целей по финансовой стабильности во многом зависит от степени эффективности взаимодействия денежно-кредитной и пруденциальной политики, что будет проявляться в ограничении системных рисков. При достаточно эффективной настройке пруденциальной политики, эффективно справляющейся с финансовыми дисбалансами, отсутствует необходимость применения ДКП для обеспечения финансовой стабильности, и она может действовать в рамках стандартных подходов таргетирования инфляции [2].

В академической литературе существуют точки зрения как о необходимости координации денежно-кредитной, макропруденциальной политики и политики валютного регулирования, так и альтернативный взгляд, что такая координация не нужна, поскольку она сделает процесс выработки политических решений слишком сложным.

Взаимодополняющее использование денежно-кредитной и пруденциальной политики способно повышать эффективность проводимой экономической политики, однако следует избегать «краевых решений», когда все бремя регулирования ложится на один инструмент [3]. Особенности применения этих

двух видов политики формулируются следующим образом: ДКП не может использоваться как самостоятельный метод предотвращения «пузырей», но способна бороться с их последствиями для экономического равновесия. В свою очередь применение пруденциальной политики исключительно в целях ценовой стабильности неуместно, однако является эффективным инструментом сдерживания последующих рисков от раздувшихся пузырей.

Эффективное сочетание политики пруденциального регулирования с ДКП является продуктом взаимозависимой подстройки двух правил (можно проводить более мягкую политику при относительно жестких требованиях к капиталу) [4]. Величина процентной ставки в некоторой степени определяет жесткость требований банков к своим заемщикам, вследствие чего имеет связь с рисками банковских портфелей и может использоваться как инструмент пруденциальной политики. При этом волатильность процентных ставок имеет положительную связь с долей просроченных кредитов, что требует особых усилий для сглаживания движений процентной ставки.

В отчете Международного валютного фонда «О монетарной политике и финансовой стабильности» 2015 г. рассматривались два возможных подхода к управлению финансовой стабильностью в условиях управления процентными ставками [5]:

- Более жесткая реакция процентных ставок – неэффективный подход, поскольку в этом случае происходит постоянное «гашение» экономической активности, а реальные ставки и, следовательно, финансовые риски могут оставаться без изменений.
- «Lean against the wind» (LAW) – «Дуть против ветра» – реакция на дискреционной основе, когда накопление рисков становится существенным и необходимы меры по противодействию им. Этот подход может применяться в качестве правила в рамках политики таргетирования инфляции. Авторами отмечается эффективность такого подхода в тех случаях, когда отклонения инфляции были связаны с определенными финансовыми показателями (типа роста кредита, заемного капитала и пр.).

Подход LAW длительное время рассматривался центральными банками как основная альтернатива стандартному подходу по достижению единственной цели по ценовой стабильности (путем контрциклической реакции процентных ставок), предполагающая возможность краткосрочного отклонения инфляции от цели и расширение горизонта возвращения к целевому значению [6].

Альтернативный подход, не учитывающий риски финансовой стабильности, получил название «Clean up the mess» – «Наводить порядок» [7]. В рамках этого подхода предполагается снижение процентных ставок в кризисные периоды для поддержания кредитования и совокупного спроса. Элементы этой стратегии использовались центральными банками после финансового кризиса для восстановления работы рынков, когда некоторые элементы трансмиссионного механизма ДКП функционируют ограниченно.

Банк России сочетает в себе функции всех трех направлений (является в этом плане мегарегулятором) – монетарной политики, макропруденциального регулирования, валютного контроля. И хотя институционально они не разделены, внутри Банка России решения по каждому из трех направлений принимаются отдельно. Это явно декларируется в официальной позиции Банка России, отраженной в стратегических/аналитических документах [8, 9], а также заявлениях первых лиц.

«В обычных условиях Банк России придерживается отдельного целеполагания денежнокредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности, то есть разделения целей и инструментов данных политик» [10].

Неявно раздельный характер принятия решений подтверждается реальными кейсами. Например, неучет в 2014-15 гг. последствий процентной политики привел к панической реакции курса и дестабилизацией банковской системы. В результате подорожания ресурсов (при отсутствии механизмов льготного кредитования, которые, кстати, хорошо себя показали в 2022 г.) и отсутствия возможности привлечения заемщиков случился банковский кризис. Этот эпизод показателен с точки зрения необходимости продумывания скоординированной политики.

С 2014 г. Банк России проводит политику таргетирования инфляции. Основной целью политики является поддержание ценовой стабильности, а основным инструментом при этом режиме является управление ставками. Таргетирование инфляции нацелено на борьбу с инфляцией в среднесрочной перспективе, однако при необходимости могут применяться оперативные инструменты поддержания финансовой стабильности.

Теоретическая модель инфляционного таргетирования была представлена в работе [11]. Автором выделяется несколько подвидов режима инфляционного таргетирования, различных по зависимым переменным в функции реакции центрального банка: строгое инфляционное таргетирование – направлено только на достижение стабильной, низкой инфляции; гибкое инфляционное таргетирование – включает также дополнительной целью стабильный выпуск; гибридное инфляционное таргетирования – включает и валютный курс.

После перехода Банка России к инфляционному таргетированию и свободному плаванию рубля в 2014 г. экономика России столкнулась с резким ростом волатильности курса, что породило опасения относительно усиления последствий эффекта переноса для внутренних цен, а также возможного проявления других негативных эффектов (финансовой нестабильности, неопределенности условий ценовой конкуренции для производителей торгуемых товаров, и т.п.). Реакцией на эти опасения стала *de facto* коррекция в 2017 г. режима управления валютным курсом – переход к сглаживанию его среднесрочных колебаний. Введение неявной цели по стабилизации валютного курса фактически означало переход к политике гибридного инфляционного таргетирования.

Таргетирование инфляции хорошо сочетается с стабилизационной курсовой политикой. Многие исследования указывают на повышение эффективности инфляционного таргетирования при управлении обменным курсом с точки зрения достижения и удержания инфляции у цели [12]. В условиях плавающего курса макроэкономические шоки могут иметь природу самореализующихся ожиданий, а небольшие шоки инфляции могут разрастаться в длительной перспективе. Сглаживание колеба-

ний валютного курса посредством интервенций (так же является частью политики «lean against the wind») позволяет избавиться от обеих проблем.

С другой же стороны, отвлечение от основной цели по инфляции может подрывать доверие к проводимой центральным банком политике. А вопрос доверия является одним из ключевых в процессе управления инфляционными ожиданиями. В этом плане центральные банки, придерживающиеся нестандартных режимов инфляционного таргетирования, уделяют больше внимания прозрачности проводимой политики и коммуникациям с общественностью [5]. Банк России не является исключением [9].

В свете представленных рассуждений целью данной работы является анализ согласованности и эффективности действий Банка России, закладываемых в концепцию монетарной политики на ближайшие годы, в сравнении с текущей деятельностью. Из этого вытекает понимание степени соответствия денежно-кредитной политики текущим вызовам в процессе трансформационного перехода экономики с точки зрения поддержания финансовой стабильности, борьбы с экономическими шоками. Особое внимание при этом уделяется опыту прохождения кризиса 2022 г. и возможности использования отдельных положений применяемой концепции для формирования будущих принципов и подходов деятельности Банка России, анализ которых осуществляется преимущественно на основе документа стратегического планирования Банка России, определяющего его деятельность на перспективу ближайших лет: «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов».

Характеристика текущей концепции «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов». Главной задачей государства на текущем этапе развития российской экономики является поддержание полноценной подстройки экономики к новым условиям без создания дополнительных рисков для макроэкономической стабильности.

Банк России будет вносить свой вклад через обеспечение ценовой стабильности, создавая условия для успешной трансформации экономики [9, стр. 3]. Ценовая стабильность повышает предсказуемость экономических условий, способствует росту доступности долгового и долевого финансирования (снижения неопределенности относительно долгосрочного инвестирования), что в свою очередь повышает потенциальный выпуск. Соответственно в рамках задачи по обеспечению ценовой стабильности центральный банк будет фокусировать внимание как на борьбе с циклическими «перегревами», так и «переохлаждениями» экономики, которые будут сопровождаться повышением или снижением инфляционного давления.

«Потенциал экономики определяется такими факторами, как накопление капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и капитала, в том числе в результате применения более эффективных форм труда и внедрения новых технологий. Денежно-кредитная политика может воздействовать на интенсивность и эффективность использования данных факторов, обеспечивая меньший циклический спад или перегрев в экономике. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики» [9, стр. 8].

При принятии решений по борьбе циклическим давлением реакция центрального банка на «перегревы» и «переохлаждения» несимметрична: большее внимание придается проинфляционным рискам («перегреву») [9, стр. 18].

Основным инструментом ДКП является управление ставками. При этом, в условиях ослабления эффективности действия трансмиссионного механизма [9, приложение 1] вследствие «зашумления» различных его каналов прочими факторами¹, для того, чтобы осуществлять подстройку методами ДКП, требуется более резкое изменение ставок.

Деятельность Банка России по вопросам капитального контроля, финансового развития и финансовой стабильности в основном осуществляется отдельно в целях сохранения приверженности

¹ Процентный канал оказался под сильным влиянием переоценки рисков, связанных с санкциями. Балансовый канал сдерживался снижением склонности к риску. Канал благосостояния был ограничен вследствие невозможности операций с ценными бумагами. Валютный канал практически отключился под воздействием капитальных ограничений.

центрального банка мандату по ДКП. Изменение процентной политики для регулирования ситуации с финансовой стабильностью в некоторых случаях возможно, но будет являться скорее исключением. На странице 23 «Основных направлений...» отмечается:

«В обычных условиях Банк России изменяет уровень ключевой ставки только в ответ на те макроэкономические изменения, которые влияют на инфляцию. При существенном росте вероятности реализации системного риска Банк России может использовать ключевую ставку для стабилизации ситуации на финансовых рынках и поддержания устойчивости финансового сектора в целом. Используя ключевую ставку в этих целях, Банк России в том числе способствует стабилизации курсовых и инфляционных ожиданий экономических агентов, что является важным фактором обеспечения ценовой стабильности».

Банк России поддерживает реализацию механизмов бюджетного правила [9, стр. 66-67]. Наряду с Минфином РФ принимал активное участие в выработке новых принципов бюджетного правила в период приостановки отдельных его положений с учетом изменившихся условий (вследствие того, что Банк России лишился возможности проводить операции на валютном рынке). Применение бюджетного правила наряду с реализацией стратегии по таргетированию инфляции обеспечивает синергетический эффект двух видов политики (посредством ограничения влияния конъюнктуры сырьевых рынков на волатильность рубля и экономику в целом) и вносит вклад в повышение сбалансированности бюджета.

Среди прочего, в отличие от предыдущей версии «Основных направлений...» Банк России определяет режим курса рубля как «плавающий», а не «свободно плавающий» [9, 13]. Это может объясняться как наличием ограничений в курсообразовании, так и возобновлением интервенций в рамках бюджетного правила.

Особое внимание в денежно-кредитном регулировании придается «заякориванию» инфляционных ожиданий. Банк России игнорирует краткосрочные изменения инфляции, вызванные временными шоками, не влияющими на инфляционные ожидания и, наоборот, в случае возможного повышения устойчивых инфляционных ожиданий – будет действовать более жестко. Так, в одном из трех описанных сценариев – «глобальный

кризис» – центральный банк удерживает ключевую ставку на высоких уровнях в течение двух лет.

Преимущества, реализуемого Банком России подхода к проведению ДКП. Подобный описанному в предыдущем пункте подход Банк России применял в 2022 году в рамках комплекса антикризисных мер в тесной координации с Правительством РФ и другими государственными органами [9, стр. 3]. Оперативные изменения ключевой ставки, реагирующие на динамику инфляции, инфляционные ожидания и перспективы российской экономики были своевременными и адекватными по величине. На начальном этапе резкое повышение ключевой ставки помогло стабилизировать банковскую систему, предотвратить чрезмерный инфляционный всплеск, а также вернуть разогнавшуюся инфляцию ближе к цели. Последующие оперативные снижения ключевой ставки до относительно нормальных уровней стимулируют возобновление кредитования и предотвращают сжатие потребления. Включение капитального контроля в качестве средства обеспечения финансовой стабильности также оказало значимый стабилизирующий эффект как на курс рубля, так и на ожидания населения в целом. Результатом проводимой политики стало быстрое снижение инфляционных ожиданий до уровней даже несколько более низких по сравнению с наблюдавшимися в начале года (см. Рисунок 1).

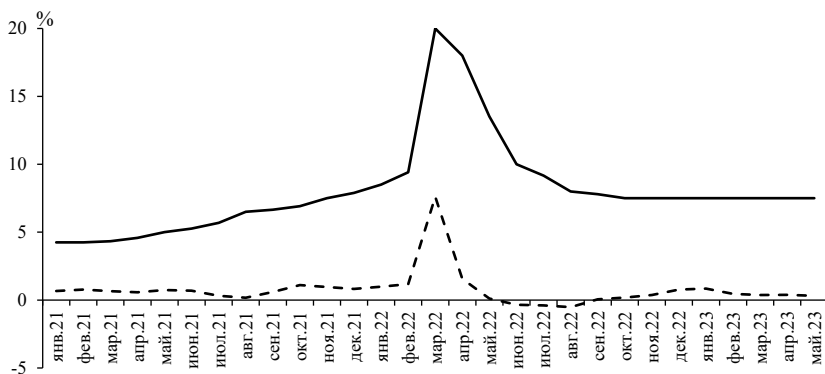


Рисунок 1. Динамика инфляции и ставки ДКП, % годовых:
 — ключевая ставка; - - - инфляция

Источник: Росстат, Банк России

В период выхода из текущей кризисной ситуации в среднесрочной перспективе не предполагается быстрый выход на целевое значение по инфляции. Наоборот, период нормализации инфляции (возвращения к цели) планируется «растянуть» до 2024 г. чтобы дать экономике подстроиться к новым ценам и предотвратить возможные потери [9].

Особая роль в данном подходе отводится государственным расходам, которые в отличие от аналогичных программных документов Банка России за предыдущие годы рассматриваются как фактор, способный поддерживать потенциальный выпуск и, как следствие, могут привести не только к инфляционным, но и к дефляционным последствиям. Это возможно в силу более сильного расширения выпуска, перекрывающего инфляционный эффект от «вливания» денег.

Недостаточность повестки ЦБ с т. з. задач трансформации экономики. Вкратце, макроэкономическую стратегию Банка России на предстоящий трансформационный период можно сформулировать следующим образом: борьба с колебаниями экономического цикла с целью выхода на целевой и стабильный уровень инфляции, что будет вносить свой вклад в рост потенциального выпуска в силу роста общей и ценовой стабильности и, как следствие, повышения инвестиций.

Фундаментальным недостатком этого подхода является его недостаточность с точки зрения соответствия задачам трансформации экономики. Понимание стандартного подхода контрциклической ДКП должно быть расширено за пределы поддержания ценовой стабильности. Потребность трансформации экономики затронет в том числе и те области, которые находятся непосредственно под ответственностью Банка России. Именно в этих областях требуется сочетание и синергия ДКП с другими видами политики, осуществляемой Банком России, без чего ответить на предстоящие вызовы будет невозможно.

Первое: узкие места в развитии финансового сектора. В результате санкций исчезли или сжались сегменты рынка финансовых услуг, которые в значительной мере опирались на иностранные рынки, участников и инфраструктуру. К ним отно-

ются: страхование внешнеэкономической деятельности, синдицированные кредиты, рынки производных финансовых инструментов² (см. Рисунок 2).

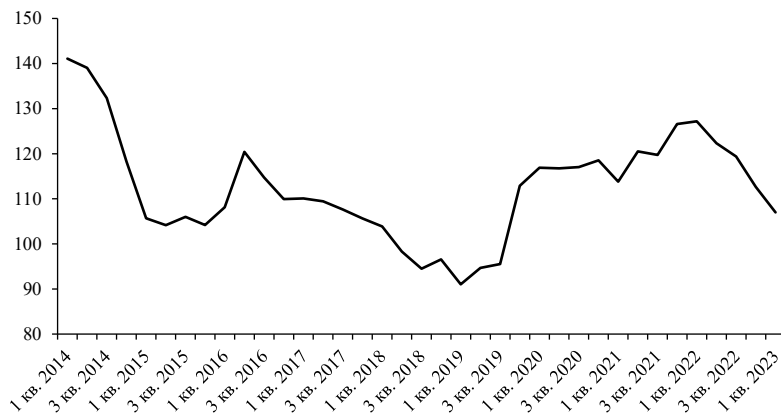


Рисунок 2. Объем рынка финансовых услуг на примере синдицированных кредитов, млрд долл.

Источник: Составлено авторами на основе данных Cbonds³

В условиях нестрессового, медленного развития решение задачи по восстановлению сегментов рынка возможно при помощи регулирования институтов. Однако более быстрое развитие этих рынков требует особых поддерживающих условий в виде расширения возможностей рефинансирования (льготная поддержка инструментов/субъектов) и изменения предпочтений (смягчение правил) по регулированию. Такие условия должны быть оговорены в стратегических документах планирования.

В качестве успешных примеров поддержки можно выделить кейсы о рынках ипотеки и проектного финансирования. Поддержка развитию жилищной ипотеки осуществлялась Банком России путем снижения рейтинговых требований и внесения ипотечных облигации в ломбардный список, тем самым создавая «конвейер» по распределению рисков ликвидности от банков к рыночным игрокам и далее по цепочке к Банку России [14].

² В годовом обзоре рынка производных финансовых инструментов Банк России отмечает резкое сжатие начиная с марта 2022 г. практически во всех сегментах рынка ПФИ [14].

³ Электронный ресурс. Режим доступа: <https://Cbonds.ru>.

Рынок проектного финансирования жилищного строительства успешно развился после 2018 г., когда произошло изменение модели финансирования жилья, вследствие особого режима регулирования и формирования резервов по проектным кредитам под строительство жилья.

Следует отметить, что в сегменте рынка корпоративных облигаций, по-видимому, проблем нет, поскольку провал внешнего корпоративного долга компенсировался перетоком во внутренний (см. Рисунок 3).

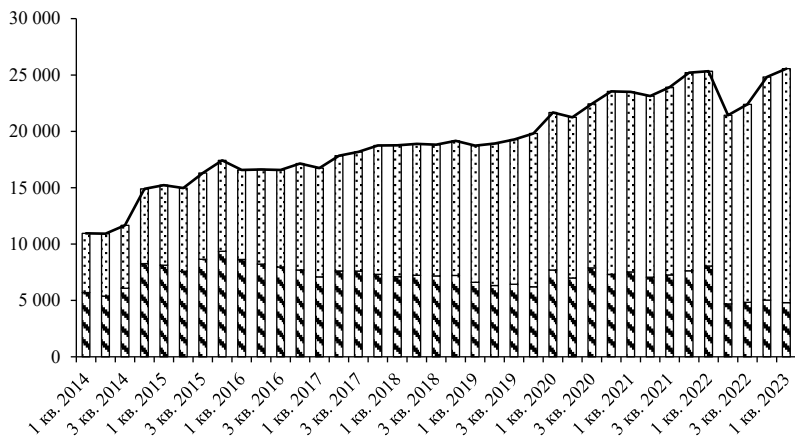


Рисунок 3. Объем рынка корпоративных облигаций (внешний и внутренний), млрд руб.:

▨ Облигации (корпорат); ▤ Еврооблигации (корпорат)
 — Еврооблигации + облигации (корпорат)

Источник: Составлено авторами на основе данных *Sbonds*

Второе: высокая нестабильность курса. Рубль в 2022 г. стал самой волатильной валютой среди развивающихся стран, превзойдя даже турецкую лиру (см. Рисунок 4). Курсообразование рубля перестало быть рыночным в полной мере. Волну ослабления рубля в период эскалации экономического шока в 2022 г. удалось быстро сбить благодаря введенным капитальным/валютным ограничениям, что позволило остановить начавшийся отток капитала. Отчасти этому способствовала внешняя блокировка операций в результате санкций. В последующий период, вплоть

до осени, рубль сильно укреплялся под действием высокого профицита торгового баланса (а также вследствие введенного Банком России требования по обязательной продаже части валютной выручки экспортерами) и начал выходить на более обоснованные и стабильные уровни по мере ослабления капитальных ограничений Банком России на фоне с постепенного угасания дестабилизирующего валютного давления.

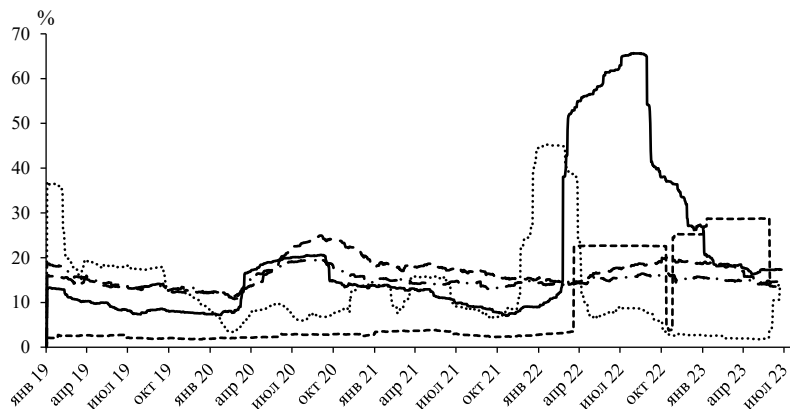


Рисунок 4. Волатильность валют развивающихся стран, % годовых:
 --- Бразильский реал; ··· Египетский фунт; -·-·- Южно-Африканский рэнд;
 ··· Турецкая лира; — Российский рубль

Источник: Составлено авторами на основе данных Investing.com⁴

Колебания валютного курса мешают предприятиям выстроить долгосрочные инвестиционные стратегии и определиться с параметрами рентабельности их производства. Соответственно это является фактором торможения инвестиций. Принимая во внимание важность краткосрочной гибкости валютного курса, среднесрочная динамика, тем не менее, требует регулирования. В этом плане, Банку России следует уделять больше внимания комментариям по удовлетворенности текущими и ожидаемыми уровнями курса. Банк России может давать сигнал о слишком резких изменениях или подрывающих устойчивость экономики уровней валютного курса. Такая деятельность укладывается в рамки

⁴ Электронный ресурс. Режим доступа: <https://ru.investing.com/>.

политики инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса. По мере привыкания рынка к подаваемым ЦБ сигналам – рынок способен перейти к саморегулированию.

Третье: расчеты по внешней торговле. В условиях токсичности расчетов в мягких валютах внешнеторговые операции сильно затруднены, а валютные рынки «дружественных» стран, как правило, обладают недостаточной ликвидностью. Кроме того, в текущих условиях несбалансированности торговли со многими странами, переход на расчеты в национальных валютах будет вести к накоплению активов в этих валютах и дополнительно увеличивать риски российских банков. Согласно данным Министерства промышленности Индии: долг перед Индией по итогам 2022 г. составил 32 млрд долл. Вследствие существенных затруднений конвертации излишка Россия и Индия приостановили работу по переводу двусторонней торговли на рупии. Схожая проблема накопления долгов присутствует и с турецкими лирами⁵. Тем не менее валюты третьих стран продолжают рассматриваться в качестве возможной альтернативы.

Для поддержания расчетов в длительной перспективе с учетом возможного ужесточения санкций требуется поддержка ликвидности (как минимум внутренних рынков этих мягких валют со стороны Банка России) и возможность рефинансирования банков под залог альтернативных валют «дружественных» стран. Следовательно, потребуются и соответствующий инструментарий регулирования денежного предложения.

В процессе развития расчетов по внешней торговле в дружественных валютах Банк России видит возможности для развития рынка внебиржевых финансовых инструментов:

«Создание устойчивой расчетной инфраструктуры в валютах дружественных стран позволит развивать валютный рынок спот в этих валютах. В свою очередь, ликвидный рынок спот является основой для появления срочных операций» [15].

Четвертое: стабильность долгосрочных ставок. Основным инструментом ДКП Банка России является регулирование краткосрочных процентных ставок, которые постепенно транслируются на экономику и в долгосрочные ставки через трансмиссионный

⁵ Примерно 50 млрд долл. согласно данным UN Comtrade.

механизм. В определенных случаях, когда изменение краткосрочных ставок и их длительное удержание может привести к разбалансировке долгосрочных уровней, трансмиссию лучше сдерживать. После шокового периода (март-апрель), в течение которого наблюдалась инверсия⁶ кривой доходностей ОФЗ, кривая доходности начала выравниваться (принимать восходящий вид) в большей мере за счет роста долгосрочных ставок и в меньшей за счет снижения краткосрочных, составляя максимальный спред между ними за последние 5 лет (см. Рисунок 5). При этом выравнивание за счет долгосрочных ставок может оказаться довольно пагубным, поскольку к долгосрочным ставкам привязаны долгосрочные кредиты, которые в свою очередь влияют на оценку стоимости активов компаний, что влияет на способность инвестирования и долгосрочные кредиты.

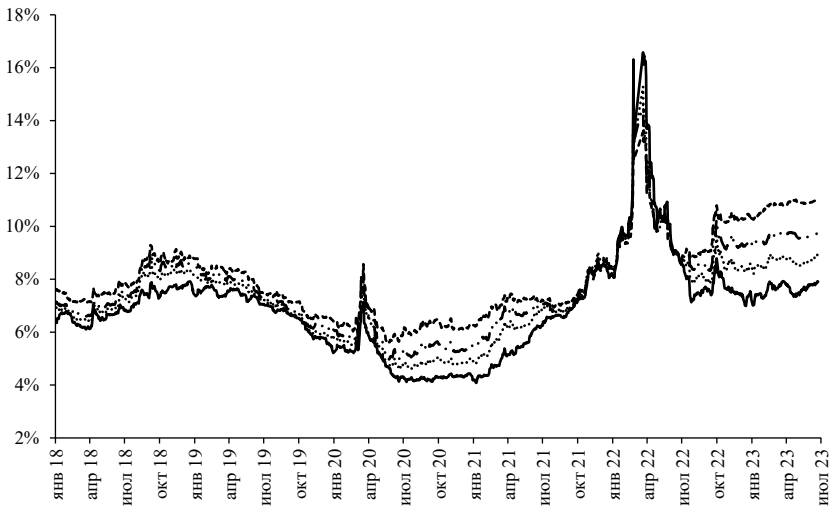


Рисунок 5. Доходность облигаций федерального займа (ОФЗ) разной срочности, % годовых:
 — 1 год; ··· 3 года; - · - · 5 лет; - - - 10 лет

Источник: Банк России

⁶ В спокойные времена кривая доходностей ОФЗ имеет восходящий вид (более высокие ставки по более длинным выпускам), отражая повышенное дисконтирование более неопределенного будущего. В кризисные времена возможна ситуация инверсии кривой доходностей, когда ближайшее будущее оценивается как более рискованное.

Инструментом сглаживания в этом случае могут быть операции по покупке/продаже активов (государственных ценных бумаг). Аналогичные операции проводились ФРС в рамках операции «Twist», которая подразумевает покупку и продажу гособлигаций при сохранении неизменных краткосрочных ставок [16]. Причем в рамках таких операций, в отличие от политики количественного смягчения, не происходит расширения баланса монетарного регулятора, что делает его менее агрессивной формой смягчения. Особенно эффективно операция «Twist» показала себя в середине 2012 г., когда доходности 10-летних облигаций упали до многолетних минимумов.

Банк России обозначил возможность проведения операций с российскими облигациями после введения санкций на вторичный рынок российского госдолга с целью сохранить доверие к финансовым рынкам. В ходе выступления на заседании совета директоров ЦБ 18 марта 2023 г., Э. Набиуллина отметила:

«Чтобы предотвратить избыточную волатильность и обеспечить сбалансированную ликвидность в этом сегменте в период возобновления торгов, Банк России будет осуществлять покупки ОФЗ. Они будут осуществляться в объемах, необходимых для предотвращения рисков для финансовой стабильности. После стабилизации ситуации на финансовых рынках мы планируем полностью продать этот портфель облигаций, чтобы нейтрализовать влияние данных операций на денежно-кредитную политику» [17].

Впоследствии Банк России так и не вышел на вторичный рынок с балансирующими операциями. Вполне возможно, что заявление Э. Набиуллиной представляло из себя Forward Guidance, чтобы рынок учитывал возможности вмешательства и самостоятельно не допускал сильного проседания бумаг из-за боязни возникновения потерь.

Пятое: расширение понимания капитального контроля как инструмента ДКП. Капитальный контроль рассматривается исключительно как инструмент поддержания финансовой стабильности. В действительности он является еще и инструментом экономического развития, поскольку, несмотря на отсутствие доступа к привлечению зарубежных средств, появляется возможность сокращения высокого устойчивого оттока капитала

из реального сектора (6-7% ВВП ежегодно) [18]. За счет этого, при должном использовании, может быть обеспечен мощный приток средств в инвестиции. В условиях неопределенности относительно длительности сохранения действующих внешних ограничений (отчасти выполняющих функцию капитального контроля) необходима более тщательная проработка капитального контроля как инструмента мобилизации ресурсов для модернизации экономики. В дальнейшем по мере прохождения трансформации и необходимости более масштабного привлечения зарубежного капитала капитальный контроль со временем начнет ограничивать доступные возможности.

Чистый отток капитала из реального сектора обладает удивительной устойчивостью и составляет на протяжении многих лет в среднем около 5% ВВП (см. Рисунок 6). Причем внешнеэкономические санкции и риски ареста зарубежных активов не остановили этот отток. Без существенного изменения финансового поведения компаний реального сектора, в свою очередь, невозможно повышение эффективности сбережений [18].

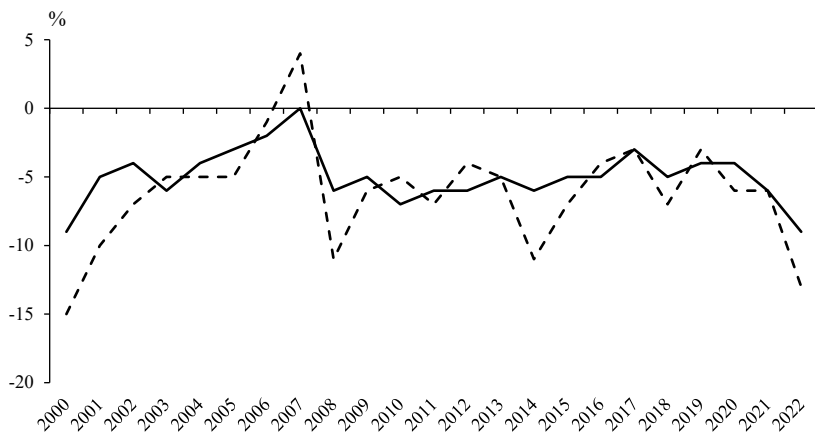


Рисунок 6. Чистый отток капитала из реального сектора и из экономики в целом, в % ВВП:

- чистый отток капитала из сектора нефинансовых предприятий (с учетом сальдо инвестиционных доходов) в % к ВВП;
- - - чистый отток капитала всего (с учетом сальдо инвестиционных доходов) в % к ВВП

Источник: Банк России, Росстат

Избыточная жесткость политики в предлагаемом подходе. Подход Банка России в осуществлении политики представляется слишком жестким даже в рамках идеи противодействия циклическим колебаниям, и способен привести к подавлению экономической активности. Это обусловлено в т. ч. более высоким весом, придаваемым проинфляционным рискам при оценке рисков прогноза.

Вследствие действия «эффекта храповика» [19], после повышения ключевой ставки эффект на снижение долгосрочной инфляции оказывается более слабым. При этом, дефляционный эффект от price puzzle [20], в результате снижения ключевой ставки, может быть ослаблен в результате действия все того же «эффекта храповика».

Инфляция, очищенная от фактора инфляционных ожиданий (приходящаяся на реальную экономику), также может сохранять асимметрию в силу действия эффекта храповика. Тем не менее, нет оснований полагать сохранение асимметричного отклика выпуска на изменение ключевой ставки.

Более жесткая, в результате действия этих эффектов, реакция на повышение инфляции приведет к тому, что уровень ставок в экономике в среднем будет поддерживаться несколько выше равновесного уровня, что в свою очередь будет подавлять экономический рост.

Поэтому для сглаживания негативных эффектов от высоких ставок понимание целей стабилизации может быть расширено. Так, политика высоких процентных ставок, которую Банк России проводил в текущем году, привела к минимальному ущербу для экономического роста вследствие трех сопутствующих факторов.

Льготное кредитование предприятий. Это позволило предоставлять кредиты по приемлемым ставкам. Льготное кредитование выступает механизмом, компенсирующим асимметрию процентной реакции. Поэтому оно может быть институционализировано в случае крупных внешних шоков.

Ожидания быстрой нормализации ставок. Исходя из доходностей государственных ценных бумаг, по которым сильные движения наблюдались только в краткосрочной части кривой – рынок ожидал возвращения ставок в краткосрочной перспективе. Банк России действовал в соответствии с ожиданиями рынка.

Возможная покупка активов – количественное смягчение (центральным банком, либо государственной организацией, выступающей посредником) давала сигнал о готовности вмешательства в случае чрезмерного обвала стоимости активов. Это, по-видимому, придавало уверенности рынку. Количественное смягчение успешно применялось в кризис 2008 г. Покупка активов компенсирует угнетающее воздействие процентных ставок на финансовые рынки и через финансовые рынки на экономику.

Банк России считает оправдавшей себя практику применения льготного кредитования и быстрого снижения ставок в зависимости от ситуации. Однако в прогнозных сценариях ЦБ сохраняет избыточную жесткость процентной политики, несмотря на наличие в них двух инфляционных волн (1 – падение нефти и рубля, рост инфляции; 2 – восстановление импорта), поддерживая высокую ставку даже в относительно спокойный период между ними.

Оторванность ДКП от других видов политики и слишком узкое понимание целей стабилизации ведет к негативным последствиям. Мы также полагаем, что в случае сохранения текущего подхода, рассматривающего ДКП изолированно от других видов политики, реализуемых БР (развития финансовых рынков, международных платежей и финансовой стабильности), и предполагающего избыточную жесткость в рамках даже циклического регулирования со смещением в сторону сдерживания перегрева, существует опасность попадания экономики в «ловушку отсталости». Ограничение возможностей роста потенциального выпуска будет происходить, с одной стороны, в силу того, что узкие места, ограничивающие экономический рост, не будут устранены, а с другой – в связи с длительным поддержанием репрессивной политики по отношению к инфляции и экономическому росту. Следствием этого будет устойчивое снижение потенциального выпуска, что будет вести к дополнительному ужесточению политики с целью не допустить разгона инфляции, а это, в свою очередь, будет опять же вести к дальнейшему замедлению потенциального выпуска [21].

Возможно, мы уже наблюдаем следствия этого подхода, что выражается в расширении отставания инвестиций от сбережений на фоне ужесточения денежно-кредитных условий на протяжении

последних 5 лет (см. Рисунок 7). Валовое накопление остаётся неизменным (или даже снижается) с глобального финансового кризиса 2008 г., ресурсы для него растут, что выражается в росте сбережений. При этом уровень реальной ставки в экономике имеет тенденцию к росту. Следовательно стратегия предприятий в период роста процентных ставок оказывается в большей мере сберегательной, чем инвестиционной. Преодоление хронического разрыва между величиной валовых национальных сбережений и внутренних инвестиций (повышение «КПД сбережений») обеспечит необходимые для увеличения инвестиционной активности финансовые ресурсы [18].

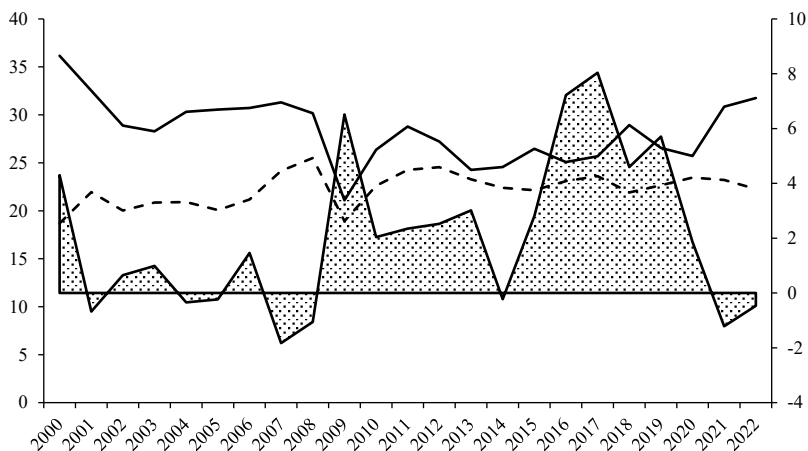


Рисунок 7. Валовое национальное сбережение и накопление, в % ВВП и денежно-кредитные условия:

- ▨ реальная ставка процента (пр. шк.);
- - - валовое накопление (включая мат.запасы), % ВВП;
- валовое сбережение, % ВВП

Источник: Банк России, Росстат

Выводы. Взвешенная альтернатива политике ЦБ РФ. Текущий подход контрциклической ДКП предлагается дополнить комплексом различных политик, введением дополнительных ограничений помимо инфляции и использованием специальных инструментов, помогающих одновременно достижению цели по инфляции, не нарушая других целей.

Политика инфляционного таргетирования хорошо себя зарекомендовала, а дополнительные усилия по сглаживанию динамики валютного курса помогали устранять излишние колебания инфляции. Тем не менее, в текущих усложнившихся условиях ДКП должна исходить из комплексного подхода, увязывающего стандартные инструменты с развитием финансовых рынков, внешнеторговых расчетов, контроля капитала. Решение каждой задачи будет требовать своих инструментов ДКП. В частности необходимо развитие стимулирующего рефинансирования инструментов, которые обеспечивают трансформацию экономики (страхование ВЭД, синдицированные кредиты, проектное финансирование, расчеты в мягких валютах и т. д.). Поддерживающие условия могут обеспечиваться как через льготные условия, так и через смягчение правил по регулированию.

В процессе проведения денежно-кредитной политики необходимо использование элементов Forward Guidance, указывающих на стреление Банка России избегать избыточных колебаний, касающихся курса и процентных ставок. Причем, эти оговорки могут использоваться как сигнал для рынка, способный, по мере привыкания последнего, приводить к его саморегулированию. В определенных случаях, грозящих разрушением рынка, Банк России может использовать инструменты для вмешательства, но не на постоянной основе. Кроме того, сглаживанию среднесрочных курсовых колебаний и вытекающих из волатильности курса последствий для финансовой стабильности будет противостоять концепция бюджетного правила. Такая деятельность укладывается в рамки политики инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса.

Развитие международного сотрудничества с «дружественными» странами в условиях действующих валютных ограничений будет требовать, как минимум, поддержки ликвидности их валютных рынков, развития инструментов рефинансирования и инструментария регулирования денежного предложения.

Наконец, вследствие ослабления трансмиссионного механизма, эффективность процентной и курсовой политики несколько снизилась. Кроме того существует опасность разбалансировки долгосрочных уровней процентных ставок. В целях противодействия процентному риску, рискам инфляционных ожиданий

или ликвидности, в стратегических документах Банка России необходимы оговорки о возможности применения льготного кредитования и/или покупки/продажи активов, как стабилизирующих инструментов, действующих через каналы, отличные от процентного, и позволяющих регулировать денежное предложение.

Список литературы

1. Асриев М., Мирошниченко Д. Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность // Банк России: Исследовательский доклад. 2023. Режим доступа: https://cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_5_1.pdf.
2. Van der Gote A. Interactions and Coordination between Monetary and Macroprudential Policies // *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2021. Vol. 13, № 1.
3. Canuto O. How Complementary Are Prudential Regulation and Monetary Policy? // *World Bank. Economic Premise*. 2011. №60. Режим доступа: <http://hdl.handle.net/10986/10089>.
4. Alexandre M., Lima G.T. Combining monetary policy and prudential regulation: an agent-based modeling approach // *Journal of Economic Interaction and Coordination*. – 2020. Vol. 15, issue 2, №3, pp. 385-411. Режим доступа: <https://doi.org/10.1007/s11403-017-0209-0>.
5. International Monetary Fund. Monetary Policy and Financial Stability // *International Monetary Fund*. 2015. Policy Papers №2015/045. Режим доступа: <https://doi.org/10.5089/9781498344265.007>.
6. King M. // *Bank of England. Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House. Speech*. 2004.
7. Stevenson R. To Greenspan, 90's Bubble Was Beyond Reach of Fed // *The New York Times*. 2002.
8. Банк России. Обзор денежно-кредитной политики Банка России 2023 // Сайт Банка России. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/146814/Consultation_Paper_18052023.pdf.
9. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов // Сайт Банка России. Режим доступа: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkr/on_2023_2025/.
10. Банк России. Выступление Алексея Заботкина на пресс-конференции: доклад для общественных консультаций по Обзору денежно-кредитной политики // Сайт Банка России. Май 2023. Режим доступа: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=14776>.
11. Svensson Lars E. O. Inflation targeting as a monetary policy rule // *Journal of Monetary Economics*, Elsevier. 1999. Vol. 43(3). Pp. 607-654.
12. Airaudo M., Buffie E. F. and Zanna L-F. Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Less Developed Countries // *International Monetary Fund*. March 2016. IMF Working Paper №16/55. Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=2770290>.
13. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов // Сайт Банка России. Режим доступа: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkr/on_2022_2024/.
14. Банк России. Банк России расширил Ломбардный список и снизил рейтинговые требования 24 февраля 2022 года // Сайт Банка России. Февраль 2022. Режим доступа: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=24022022_184101SUP_MEAS24022022_174318.htm.
15. Банк России. Рынок внебиржевых производных финансовых инструментов 2022 г. // Сайт Банка России. Режим доступа: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/140279/review_0922.pdf.
16. Federal Open Market Committee statement – Press release // *Federal Reserve issues*. September 2011. Режим доступа: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110921a.htm>.
17. Банк России. Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 18 марта 2022 года // Сайт Банка России. Март 2022. Режим доступа: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12764>.
18. Солнцев О.Г., Белоусов Д.Р. (2005). Об использовании ресурсов стабилизационного фонда для стимулирования экономического роста // *Проблемы прогнозирования*. № 4. С. 21-27.

19. Goldstein M. *Downward Price Inflexibility, Ratchet Effects, and the Inflationary Impact of Import Price Changes: Some Empirical Evidence* // *International Monetary Fund. – 1977. Staff Papers Vol. 24, №3, pp. 569-612.* Режим доступа: <https://doi.org/10.2307/3866497>.
20. Sims C. A. *Interpreting the macroeconomic time series facts: The effects of monetary policy* // *European Economic Review. – 1992. Vol. 36, Issue 5, pp. 975-1000.* Режим доступа: [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(92\)90041-T](https://doi.org/10.1016/0014-2921(92)90041-T).
21. Орлова Е.А., Белоусов Д.Р., Галимов Д.И. *О модели потенциального ВВП и разрыва выпуска для российской экономики* // *Проблемы прогнозирования. 2020. Т. 179. № 2. С. 60-71.*

Для цитирования: Медведев И.Д., Солнцев О.Г. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях структурной трансформации экономики // *Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 2. С. 6-28.*
DOI: 10.47711/2076-3182-2023-2-6-28.

Summary

MONETARY POLICY OF THE BANK OF RUSSIA IN THE CONDITIONS OF STRUCTURAL TRANSFORMATION OF THE ECONOMY

MEDVEDEV I.D., imedvedev@forecast.ru, Institute of National Economic Forecasting RAS, Moscow, Russia, Scopus Author ID: 57214071600; <https://orcid.org/0000-0001-7076-0994>

SOLNTSEV O.G., osolntsev@forecast.ru, Institute of National Economic Forecasting RAS, Moscow, Russia, Scopus Author ID: 23971639900

Abstract. The article considers approaches to the monetary policy of the Bank of Russia in the forthcoming period of transformation of the Russian economy. Special attention is paid to the effectiveness of monetary policy in the process of passing through the crisis of 2022. The analysis of the approaches of the Bank of Russia is carried out on the basis of strategic planning documents. It is shown that in order to better withstand possible shocks in the process of transformation, the monetary policy can be formulated in the framework of a comprehensive approach, linking standard instruments with the development of financial markets, foreign trade settlements, capital control.

Keywords: monetary policy, prudential policy, foreign exchange regulation, inflation, targeting, financial stability

For citation: *Medvedev I.D., Solntsev O.G. Monetary Policy of the Bank of Russia in the Conditions of Structural Transformation of the Economy* // *Scientific works: Institute of Economic Forecasting of the Russian Academy of Sciences. 2023. No. 2. Pp. 6-28.*
DOI: 10.47711/2076-3182-2023-2-6-28