

Требования к денежно-кредитной политике для обеспечения устойчивого долгосрочного экономического роста

Илья Медведев (ЦМАКП, ИНП РАН), Олег Солнцев (ЦМАКП, ИНП РАН)

1. Особенности текущего подхода к проведению денежно-кредитной политики

Российская экономика вступила в фазу экономических шоков различной природы, требующих согласованного ответа со стороны регуляторов, отвечающих за различные виды экономической политики.

Особая роль в борьбе с экономическими шоками отводится денежно-кредитной политике (ДКП). В академической литературе представлены различные взгляды на включенность ДКП в экономическую политику наряду с политикой макропруденциального регулирования, валютного контроля, а также на необходимость их взаимной координации.

Ряд авторов считают взаимную координацию денежно-кредитной, макропруденциальной политики и политики валютного регулирования необходимой, другие считают, что такая координация не нужна, поскольку она сделает процесс выработки политических решений слишком сложным.

Так, Canuto считает, что взаимодополняющее использование денежно-кредитного и пруденциального регулирования способно повышать эффективность проводимой экономической политики, однако следует избегать «краевых решений», когда все бремя регулирования ложится на один инструмент [1]. 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.

Банк России отвечает за все три вида политики – денежно-кредитной политике, макропруденциальное регулирование, валютный контроль. 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 [2, 3], а также заявлениях первых лиц.

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 при помощи покупок/продаж валюты за счёт государственного бюджета. 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 отмечают повышение эффективности инфляционного таргетирования при управлении обменным курсом с точки зрения достижения и удержания инфляции у цели [4]. В условиях плавающего курса макроэкономические шоки могут иметь природу самореализующихся ожиданий, а небольшие шоки инфляции могут разрастаться в длительной перспективе. Сглаживание колебаний валютного курса посредством интервенций (так же является частью политики «lean against the wind»¹) позволяет избавиться от обеих проблем.

Однако 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 [3].

В качестве основной задачи денежно-кредитной политики Банк России рассматривает обеспечение ценовой стабильности, создающей условия для успешной трансформации экономики. Это, в свою очередь, способствует

¹ «Lean against the wind» (LAW) – «Идти против ветра» – реакция на дискреционной основе, когда накопление рисков становится существенным и необходимы меры по противодействию им.

повышению предсказуемости экономических условий и, как следствие, росту потенциала экономики. «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» [3, стр. 8].

При принятии решений по борьбе циклическим давлением реакция центрального банка на «перегревы» и «переохлаждения» несимметрична: большее внимание придается проинфляционным рискам («перегреву») [3, стр. 18].

Основным инструментом ДКП является управление ставками. При этом, согласно в условиях ослабления эффективности действия трансмиссионного механизма [3] вследствие «зашумления» различных его каналов прочими факторами², для того, чтобы осуществлять подстройку методами ДКП, требуется более резкое изменение ставок.

Деятельность Банка России по вопросам валютного контроля, финансового развития и финансовой стабильности в основном осуществляется отдельно в целях сохранения приверженности центрального банка мандату по ДКП. Изменение процентной политики для регулирования ситуации с финансовой стабильностью в некоторых случаях возможно, но будет являться скорее исключением.

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.

² 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.

2. Недостатки и «узкие места» текущего подхода к проведению денежно-кредитной политики

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 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 относятся: страхование внешнеэкономической деятельности, синдицированные кредиты, рынки производных финансовых инструментов³.

В условиях нестрессового развития решение задачи по восстановлению сегментов рынка возможно при помощи оптимизации регулирования. 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.

Второе: высокая нестабильность курса. Рубль в 2022-2023 гг. стал самой волатильной валютой среди развивающихся стран, превзойдя даже турецкую лиру.

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

³ В годовом обзоре рынка производных финансовых инструментов Банк России отмечает резкое сжатие начиная с марта 2022 г. практически во всех сегментах рынка ПФИ [5].

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

Третье: затруднения с проведением внешнеэкономических расчетов. В условиях токсичности «универсальных» валют (доллар США, евро, и др.) возникает устойчивая потребность в проведении внешнеэкономических расчетов в национальных валютах «дружественных» стран. Однако рынки этих валют зачастую малоликвидны. 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.

Для поддержания расчетов в национальных валютах «дружественных» стран потребуется поддержка ликвидности внутренних рынков этих валют и возможность рефинансирования банков под залог инструментов в этих валютах. Следовательно, потребуется и соответствующий инструментарий регулирования денежного предложения.

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 механизм. В определенных случаях, когда изменение краткосрочных ставок и их длительное удержание может привести к разбалансировке долгосрочных уровней, трансмиссию лучше сдерживать. 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.

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 [7]. Причем в рамках таких операций, в отличие от политики количественного смягчения, не происходит расширения баланса монетарного регулятора, что делает его менее агрессивной формой смягчения.

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 2022 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» [8].

Впоследствии Банк России так и не вышел на вторичный рынок с балансирующими операциями.

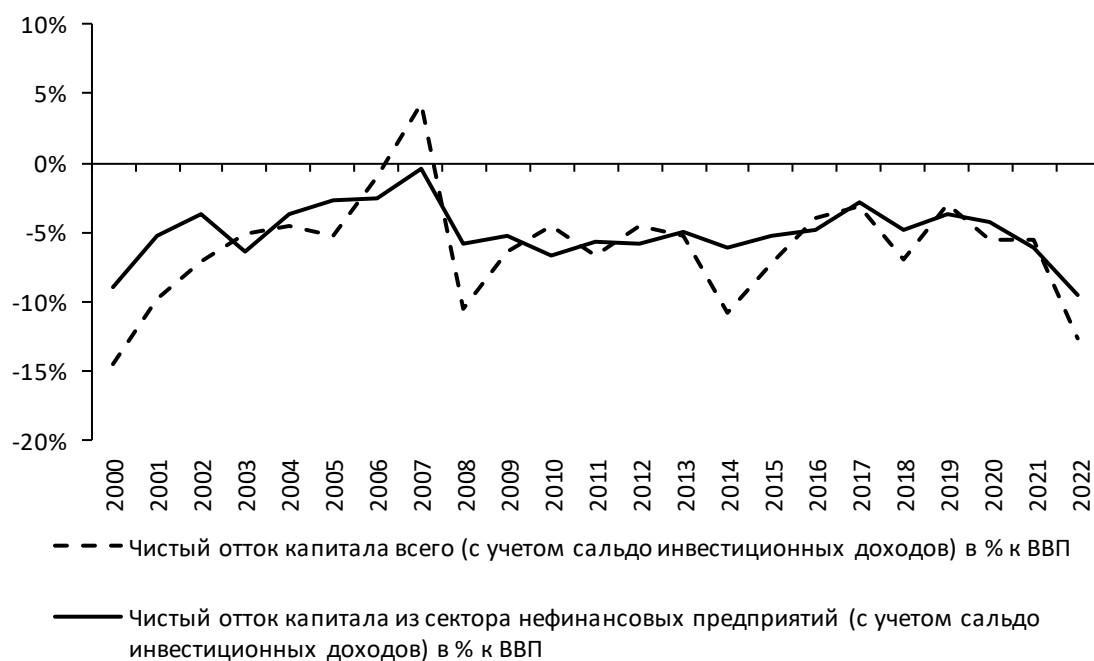
Пятое: расширение понимания капитального контроля как инструмента ДКП. Капитальный контроль рассматривается исключительно как инструмент поддержания финансовой стабильности. В действительности он является еще и инструментом экономического развития, поскольку, несмотря на отсутствие доступа к привлечению зарубежных средств, появляется возможность сокращения высокого устойчивого оттока капитала из реального сектора (5-7% ВВП ежегодно) [9].

В условиях неопределенности относительно длительности сохранения действующих внешних ограничений (отчасти выполняющих функцию капитального контроля) необходима более тщательная проработка мер капитального контроля как инструмента мобилизации ресурсов для модернизации экономики. В дальнейшем в процессе трансформации экономики и необходимости более масштабного привлечения зарубежного капитала жесткий капитальный контроль со начнет ограничивать доступные возможности, и, соответственно, возникнет потребность в его смягчении.

Чистый отток капитала из реального сектора обладает удивительной устойчивостью и составляет на протяжении многих лет в среднем около 5% ВВП

(см. Рисунок 1). Причем внешнеэкономические санкции и риски ареста зарубежных активов не остановили этот отток.

Однако без существенного изменения финансового поведения компаний реального сектора, в свою очередь, невозможно повышение эффективности использования национальных сбережений – отношения величины инвестиций к величине сбережений (см. Раздел «...», [9]).



Источник: Банк России, Росстат

Рисунок 1 – Чистый отток капитала из реального сектора и из экономики в целом, в % ВВП

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» [10], после повышения ключевой ставки эффект на снижение долгосрочной инфляции оказывается более слабым. Тем не менее, нет оснований полагать сохранение асимметричного отклика выпуска на изменение ключевой ставки.

Более жесткая 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.

Тем не менее, обуславливаемая ростом инфляции политика высоких процентных ставок, может приводить к минимальному ущербу для экономического роста при наличии трех сопутствующих факторов.

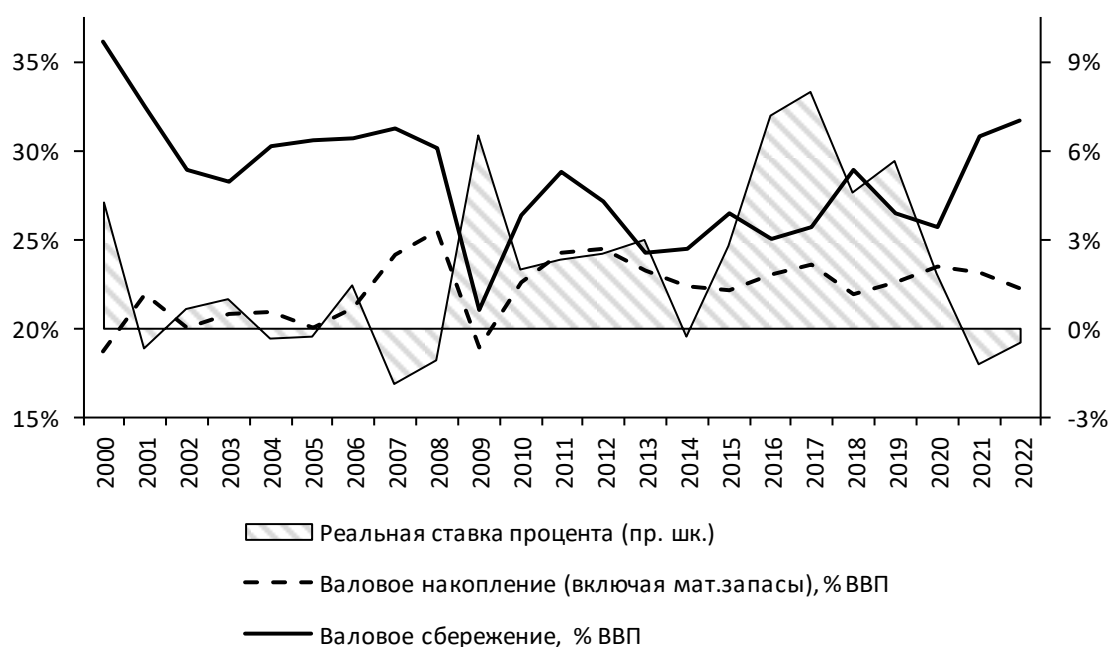
Льготное кредитование предприятий. Это позволило предоставлять кредиты по приемлемым ставкам. Льготное кредитование выступает механизмом, компенсирующим асимметрию процентной реакции. Поэтому оно может быть институционализировано в случае крупных внешних шоков.

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). Сигнал о готовности вмешательства в случае чрезмерного обвала стоимости активов может придавать 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.

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 [11].

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 2). 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 [9].



Источник: Банк России, Росстат

Рисунок 2 – Валовое национальное сбережение и накопление, в % ВВП и денежно-кредитные условия

3. Предлагаемый подход к проведению денежно-кредитной политики

Политика инфляционного таргетирования, дополненная в последние годы усилиями по сглаживанию колебаний обменного курса, в целом, неплохо себя

зарекомендовала в части повышения предсказуемости динамики внутренних цен на товары и услуги. Однако в усложнившихся геополитических и геоэкономических условиях необходимо исходить из более комплексного подхода, увязывающего денежно-кредитную политику с политикой развития финансовых рынков, обеспечения финансовой стабильности, устойчивости систем платежей (в первую очередь, в части внешнеторговых расчетов).

Решение каждой из этих задач 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.). Поддержка может обеспечиваться как через льготные условия рефинансирования, так и через смягчение правил по регулированию развиваемых сегментов финансового рынка. Снижение рисков взаимной торговли и инвестиций с «дружественными» странами будет требовать развития инструментов рефинансирования, поддерживающих ликвидность рынков валютных пар «рубли – валюты дружественных стран».

Адекватную новым условиям «целевую функцию» денежно-кредитной политики можно сформулировать следующим образом: обеспечение финансовых условий, при которых капитал, вложенный в бизнес в России, в долгосрочном периоде с высокой вероятностью будет иметь более высокую стоимость, чем в «среднем» в другой стране. Достижение этой цели требует выполнения следующих условий:

- ценовая стабильность (невысокая и неволатильная динамика цен);
- долгосрочная курсовая стабильность и тенденция к долгосрочному повышению покупательной способности (реального курса) национальной валюты;
- относительная стабильность и тенденция к долгосрочному повышению фондовой стоимости компаний (фондового рынка);
- стабильность долгосрочных процентных ставок.

Первое условие может обладать наивысшим приоритетом, но другие также должны приниматься во внимание.

При проведении денежно-кредитной политики целесообразно использование элементов Forward Guidance, указывающих на стремление 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 интервенции, но не на постоянной основе. Кроме того, сглаживанию среднесрочных курсовых колебаний и вытекающих из волатильности курса последствий для финансовой стабильности будет способствовать покупка валюты за счет государственного бюджета в рамках бюджетного правила.

Обратной стороной гибкой процентной политики, оперативно реагирующей на разнообразные макроэкономические шоки, является риск дестабилизации долгосрочных процентных ставок, наиболее сильно влияющих на уровень инвестиций. Для противодействия данному риску могут использоваться операции Центрального банка по покупке/продаже активов на открытых рынках (например, на рынке государственных ценных бумаг). Это - стабилизирующий инструмент, регулирующий денежное предложение через каналы, отличные от процентного.

Список литературы

1. Canuto O. How Complementary Are Prudential Regulation and Monetary Policy? // World Bank. Economic Premise. 2011. №60. Режим доступа: <http://hdl.handle.net/10986/10089>
2. 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
3. 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/ondkp/on_2023_2025/
4. Airaudo, M. and 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>

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. 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
7. Federal Open Market Committee statement – Press release // Federal Reserve issues. September 2011. Режим доступа: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110921a.htm>
8. 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>
9. Солнцев О.Г., Белоусов Д.Р. (2005). Об использовании ресурсов стабилизационного фонда для стимулирования экономического роста // Проблемы прогнозирования. № 4. С. 21—27.
10. 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>
11. 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.