

Глава 4

В направлении к новой концепции денежно-кредитной политики

С 1998 г. темпы потребительской инфляции в России имели тенденцию к снижению, однако они все еще остаются значительно выше, чем в развитых странах, и достаточно высоки по сравнению со странами, имеющими средний уровень доходов. Концепция денежно - кредитной политики до начала глобального кризиса строилась на совмещении двух задач - удержания инфляции в заданных рамках и ограничения реального укрепления рубля. Противоречие между этими целями в условиях большого профицита счета текущих операций платежного баланса и периодически возникающего притока частного капитала в больших объемах приводило к тому, что инфляция постоянно оказывалась выше установленного целевого показателя. С началом глобального кризиса концепция претерпела изменения и теперь предусматривает большую гибкость валютного курса рубля и придает большее значение ставкам Центрального банка. Улучшилась также работа по разъяснению решений в области денежно - кредитной политики. В своей деятельности Банк России должен учитывать достигнутые в последнее время результаты и двигаться в направлении к режиму гибкого таргетирования инфляции. Это предусматривает провозглашение стабильности цен основной целью денежно - кредитной политики, сокращение чрезвычайно большого числа кредитных инструментов, используемых ЦБ РФ, и дальнейшее ограничение валютных интервенций. Другим важным направлением работы является повышение прозрачности денежно - кредитной политики, в которой Россия по-прежнему проигрывает другим странам.

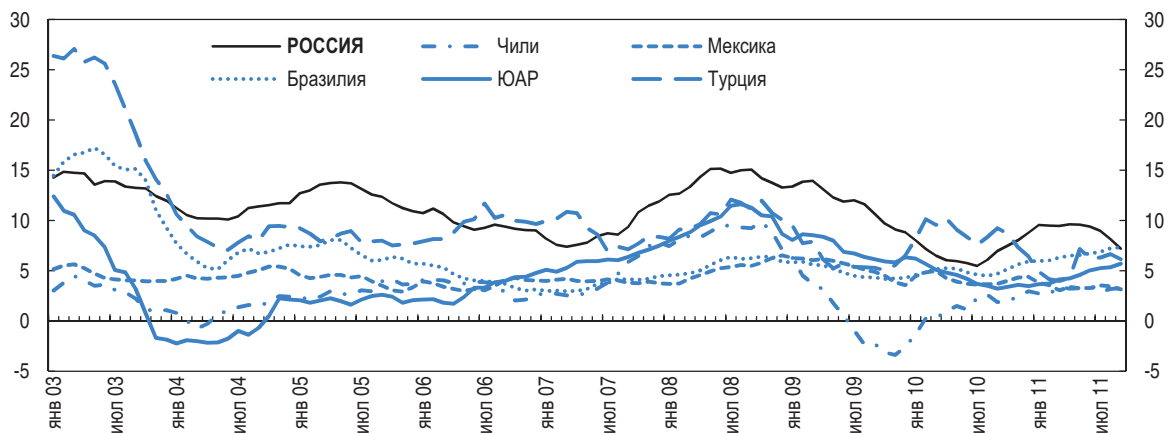
Прогресс в поддержании стабильно низкой инфляции невелик

После завершения первого десятилетия процесса перехода к рыночной экономике, которое характеризовалось, в целом, нестабильной макроэкономической ситуацией, Россия вступила в более спокойное десятилетие в 2000-х гг. Инфляция удерживалась на нижнем пределе двузначных значений, а в трех случаях темпы инфляции с декабря по декабрь опускались до однозначных величин. Тем не менее, темпы инфляции в России все еще намного выше, чем в развитых странах, и достаточно высоки по сравнению со странами со средним уровнем доходов на душу населения (Рисунок 4.1). Среднегодовые темпы инфляции, как общей, так и базовой, также часто превышали целевые установки Центрального банка (Рисунок 4.2).

Есть основания ожидать, что темпы инфляции в России должны быть с учетом структурных изменений выше, чем в развитых странах, что отражает коррекцию относительных цен, которая началась с переходом к рыночной экономике и не завершилась до сих пор. В частности, цены на товары энергетической группы в России все еще низкие, несмотря на то, что они значительно повысились. Достижение сдвигов относительных цен посредством несколько более высоких темпов инфляции может быть наилучшим решением, учитывая, что сложно добиться абсолютного снижения цен без значительной потери объема производства.¹ Проведение денежно-кредитной политики также осложняется по другим причинам. Несмотря на то, что налогово-бюджетная политика до середины 2000-х гг., в целом, способствовала снижению уровня инфляции, впоследствии она стала проциклической, что усложнило выполнение задачи по снижению темпов инфляции денежно-кредитными властями (Глава 3). Учитывая высокий удельный вес продовольствия в структуре индекса потребительских цен в России, резкий рост цен на продовольственные товары в 2007-2008 гг. оказал сильное влияние на общий уровень инфляции (Рисунок 4.3). Аналогичным образом, значительный

Рисунок 4.1. Инфляция: международные сопоставления

ИПЦ, в % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: База данных ОЭСР Main Economic Indicators; Статистика Южно-Африканской Республики.


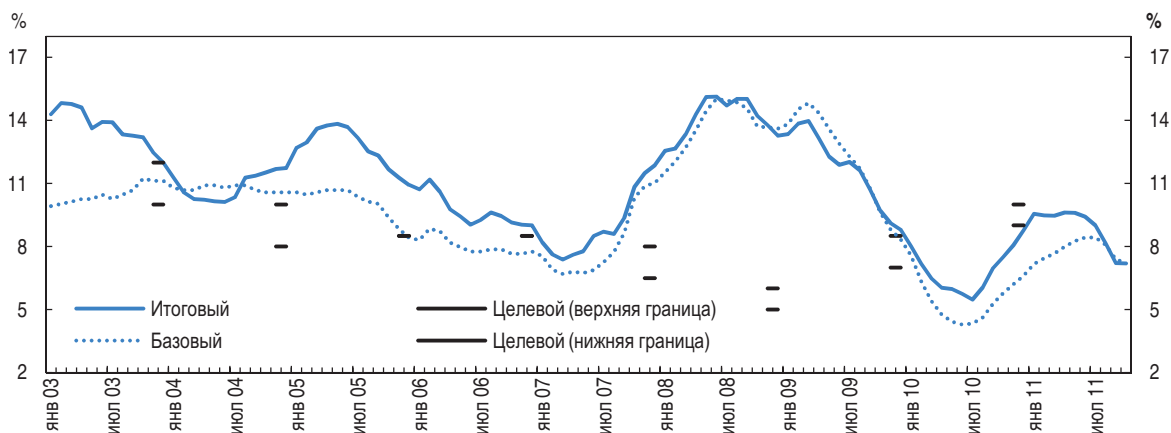
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932539840>

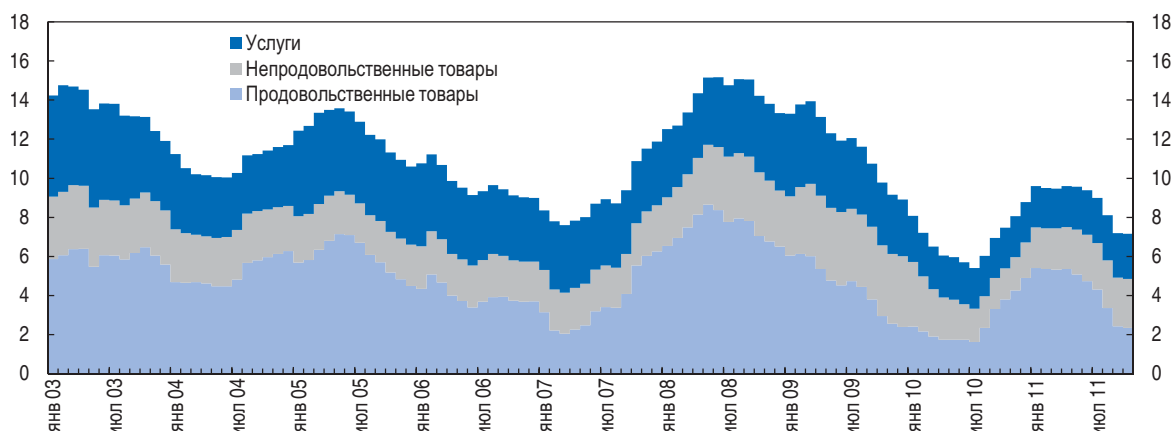
Рисунок 4.2. Темпы роста потребительских цен
В % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: Росстат и Банк России.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932539859>

Рисунок 4.3. Составляющие инфляции
Вклад отдельных компонентов в изменение ИПЦ



Источник: Росстат и расчеты ОЭСР.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932539878>

вклад в недавнее ускорение инфляции, переломившее тенденцию к замедлению инфляции после кризиса, также внесло повышение цен на продовольствие. В этот раз ценовой шок произошел из-за потерь урожая в России в результате жары и засухи летом 2010 г.

И все же, монетарные факторы были важной движущей силой инфляции, что неоднократно подчеркивал Банк России в своих квартальных обзорах инфляции. Различные исследования подтверждают, что изменение количества денег в обращении оказывает с некоторым временным лагом существенное влияние на инфляцию, хотя это влияние не всегда одинаково вследствие изменения спроса на деньги (Beck and Barnard, 2009; Дробышевский *и др.*, 2010). Принципы денежно - кредитной политики, которые были характерны до кризиса, предусматривали совмещение целей по инфляции с ограничением повышения реального курса рубля, что достигалось путем проведения интервенций на валютном рынке в целях ограничения номинального роста курса. В условиях значительного профицита по счету текущих операций платежного баланса и периодически возникающего притока частного капитала в больших объемах, это вело к быстрому увеличению количества денег в обращении, что подталкивало инфляцию. Менее изучено влияние инфляционных ожиданий, которые, по мнению

многих, являются неконтролируемыми. Некоторые эксперты, в том числе и Заместитель Председателя Центрального банка, считают, что причина этого – ежегодный рост регулируемых цен (Улюкаев и Куликов, 2009), тогда как другие видят в этом результат все еще слабого доверия населения к национальной валюте и к денежно-кредитным институтам (Юдаева, 2010). И то, и другое свидетельствует о том, что укрепление основ денежно-кредитной политики является главным в обеспечении низких темпов инфляции на долговременной основе.

На протяжении ряда лет Банк России заявлял о своем намерении перейти к режиму таргетирования инфляции, подчеркивая при этом, что этот шаг потребует большей гибкости валютного курса рубля, а впоследствии и свободного плавания валютного курса. Но только в середине 2008 г., незадолго до начала кризиса, Банк России допустил крайне ограниченное плавание валютного курса, позволив рублю колебаться в обоих направлениях внутри узкого коридора, главным образом, чтобы воспрепятствовать представлениям о том, что спекулятивная игра на повышение курса является беспроигрышной. Кризис изменил условия работы Банка России и вызвал изменения в денежно-кредитной политике. Новые принципы подразумевают большую гибкость валютного курса, повышают роль процентной политики и ведут к большей прозрачности в разъяснении принимаемых Банком решений в области денежно-кредитной политики. Важно закрепить эти достижения. В данной главе дается краткий обзор российского опыта реализации ранее действующих принципов денежно-кредитной политики, обсуждается ситуация, сложившаяся после кризиса, и даются рекомендации относительно того, как укрепить основы новой системы по разным направлениям. В данной главе утверждается, что Россия должна ввести режим «гибкого таргетирования инфляции», чтобы была возможна адекватная реакция на экзогенные шоки, и рассматривается роль валютного курса в рамках этого режима. В России в настоящее время не наблюдается притока капитала, но ситуация может измениться, и соответствующие механизмы реагирования на этот приток должны быть разработаны заранее.

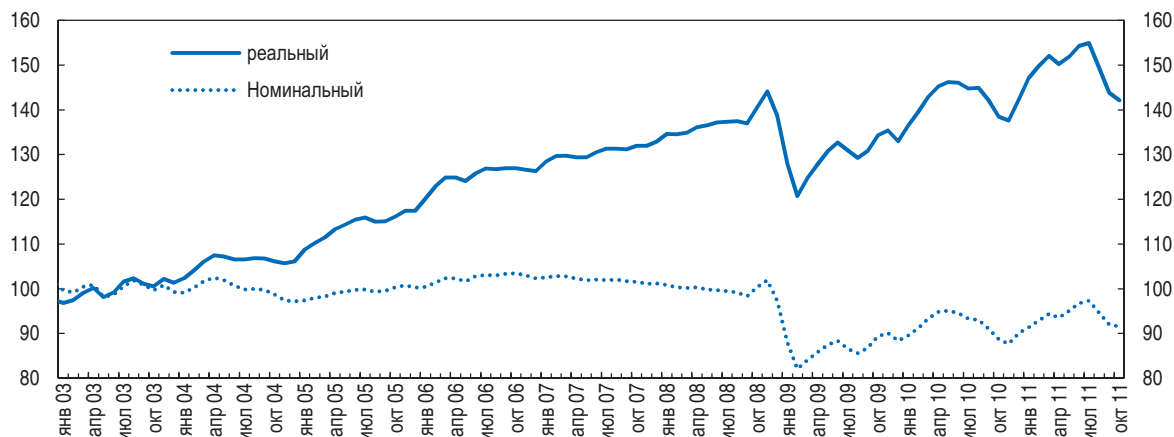
В середине 2000-х годов стали очевидными противоречия в системе фактического таргетирования валютного курса

Денежно-кредитную политику после того, как рухнул режим привязки рубля к доллару США в августе 1998 г., и до начала глобального экономического и финансового кризиса в 2008 г., можно в целом охарактеризовать как де-факто таргетирование номинального курса рубля. Этот режим появился в условиях, когда у России были очень небольшие золотовалютные резервы, низкая степень монетизации экономики и недоверие общества к рублю. Постепенная монетизация экономики, поддержанная накоплением валютных резервов, представляется разумным подходом на тот момент. По мере улучшения условий торговли основное внимание в денежно-кредитной политике стало уделяться ограничению чрезмерного укрепления рубля в реальном выражении для защиты конкурентоспособности отечественных производителей. В этой политике имелись внутренние противоречия между данной задачей и снижением инфляции. Интервенции Банка России на валютном рынке сдерживали номинальное укрепление рубля, однако соответствующий рост количества денег в обращении создавал инфляционное давление. Разница в уровне инфляции между Россией и ее торговыми партнерами приводила к повышению реального эффективного курса рубля, что частично подрывало тот эффект, которого пытался добиться Банк России. В результате, несмотря на то, что номинальный эффективный курс рубля мало изменился в период с начала 2003 г. до середины 2008 г.,² реальный эффективный курс повысился более чем на 40% (Рисунок 4.4).


Роль процентной политики в рамках данного режима была очень ограниченной, поскольку в условиях избыточной ликвидности ставки Банка России практически не влияли на ставки межбанковского денежного рынка. Ставка рефинансирования и ставка по однодневным операциям РЕПО не имели никакого значения в условиях отсутствия спроса со стороны банков на кредитные ресурсы, предоставляемые Банком России. Ставки Банка по депозитным операциям играли некоторую роль, оказывая влияние на абсорбирование ликвидности, однако их повышение было слишком

Рисунок 4.4. Эффективный валютный курс

2003 г. = 100



Источник: расчеты ОЭСР на основе данных Банка России.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932539897>

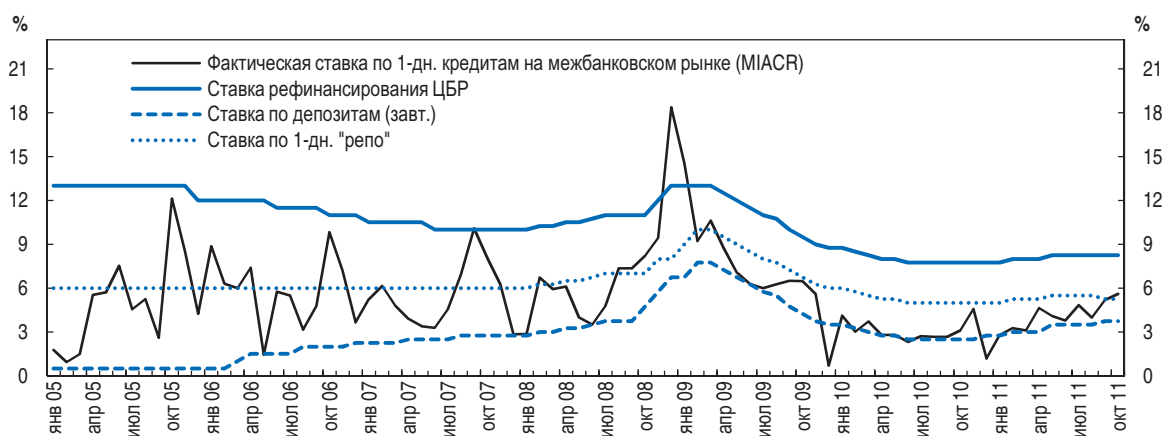
незначительным, чтобы оказывать большое влияние на состояние ликвидности. Ставки на межбанковском рынке имели очень высокую волатильность (Рисунок 4.5А), что отражало большие колебания уровня ликвидности на рынке под влиянием внешних факторов. Межбанковский рынок был также сравнительно небольшим и сегментированным, с 30 крупнейшими банками, совершающими сделки между собой без обеспечения, и только очень ограниченным объемом операций между банками первого и второго эшелонов с использованием сделок РЕПО с залоговым обеспечением. Долгосрочные ставки розничного рынка были менее волатильными (Рисунок 4.5В) и слабо связаны с краткосрочными ставками. И, наконец, рынок государственных ценных бумаг оставался небольшим, учитывая череду бюджетных профицитов в докризисный период.

Тем не менее, система дала возможность нарастить золотовалютные резервы и постепенно монетизировать экономику. Темпы инфляции снижались, несмотря на быстрый рост количества денег в обращении, поскольку спрос на деньги повышался по мере роста доверия к рублю и, соответственно, дедолларизации экономики (OECD, 2006). Однако, с середины 2000-х гг. становилось все труднее совмещать решение двух задач - стабильности валютного курса и снижения темпов инфляции - в условиях продолжающегося улучшения условий торговли. Но главная проблема выявилась в результате наплыва частного капитала, который совпал по времени с полной либерализацией в июле 2006 г. счета движения капитала платежного баланса. Полная либерализация счета движения капитала не была главной причиной этого наплыва капитала, поскольку ограничения на трансграничные потоки капитала были, в основном, к этому времени сняты. И все же, указанная либерализация, которая была символически осуществлена на полгода раньше первоначально запланированного срока, устранила некоторые оставшиеся ограничения и повлияла на настроение инвесторов (OECD, 2009). В то время как приток средств по счету текущих операций был частично стерилизован с использованием фискальных инструментов (Глава 3), для чистого притока частного капитала такого механизма не существовало. Между тем, приток частного капитала быстро увеличивался и в 2007 г. превысил положительное сальдо по счету текущих операций платежного баланса (Рисунок 4.6). Увеличение притока капитала в этот период объясняется, главным образом, возросшим объемом заимствований российских банков и компаний, которые использовали преимущества облегченного доступа на международные рынки капиталов, не в последнюю очередь, благодаря повышению кредитоспособности российского правительства. В то же самое время, энтузиазм по поводу развивающихся рынков вообще и по поводу стран, богатых природными ресурсами, в частности, привел к тому, что среди иностранных инвесторов возросли аппетиты в отношении российских активов, а

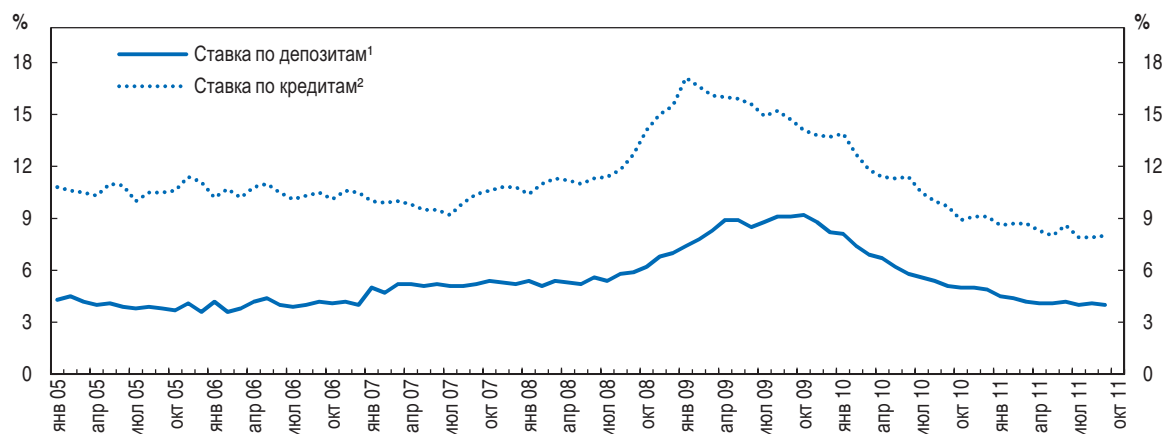
Рисунок 4.5. Процентные ставки

Конец периода

А. Ставки ЦБР и межбанковского рынка



В. Ставка по депозитам и ставка по кредитам



1. Средневзвешенная ставка по рублевым депозитам физических лиц в кредитных учреждениях на срок до одного года.

2. Средневзвешенная ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациям на срок до одного года.

Источник: Банк России.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932539916>

сочетание разницы в процентных ставках с развитыми странами и ожидание будущего укрепления рубля стимулировали развитие операций кэрри-трейд. Какую-то роль могло также сыграть возвращение ранее вывезенных капиталов из России. С 2006 г. значительно повысился объем ПИИ в Россию, однако это компенсировалось повышением объема российских ПИИ за границу, поэтому чистый вклад ПИИ в приток капитала в Россию был невелик.

Столкнувшись с массивным притоком иностранной валюты, поступающей по текущему и капитальному счетам платежного баланса, Банк России стал совершать широкомасштабные закупки иностранной валюты, что привело к росту валютных резервов, объем которых к августу 2008 г. достиг 600 млрд. долл. США (что составляло 36% ВВП, сумму, равную примерно 20-месячному импорту, и более чем в 5,5 раз превышало объем краткосрочного внешнего долга). Очевидно, что это значительно больше, чем могло бы быть продиктовано соображениями предосторожности, даже с учетом изменения взглядов на то, что может представлять собой адекватное резервное покрытие с точки зрения самострахования, в сторону необходимости создания больших резервов (ОЕСД, 2011а). В 2006 г. количество денег в обращении (по агрегату M2) увеличилось почти на 50%, а в 2007 г. — на 43%

Рисунок 4.6. Платежный баланс

Млрд. долл. США, скользящая средняя по 4-м кварталам

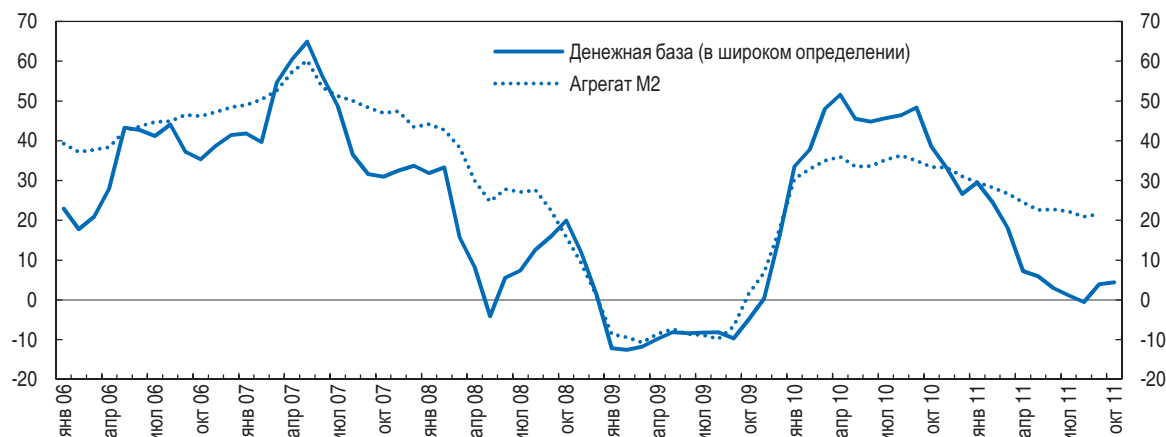


Примечание: В 2006 г. резкий рост притока частного капитала был частично компенсирован платежами в счет погашения государственного внешнего долга.
Источник: Банк России.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932539935>

Рисунок 4.7. Прирост денежной массы

В % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: расчеты ОЭСР на основе данных Банка России.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932539954>

(Рисунок 4.7). В отличие от некоторых предшествующих лет, когда тоже наблюдался подобный рост денежной массы, рост 2006–2007 гг. не компенсировался ростом спроса на деньги, что способствовало перелому ранее существовавшей тенденции к снижению темпов инфляции, изначально вызванному повышением мировых цен на продовольствие в середине 2007 г.

Эволюция денежно-кредитной политики с момента начала кризиса

Глобальный экономический и финансовый кризис полностью изменил макроэкономическую среду, в которой работал Банк России. Из-за негативного изменения условий торговли и направления чистых потоков капитала, повышательное давление на курс рубля сменилось сильным понижительным давлением. Вначале Банк России старался защитить рубль, однако с ноября 2008 г. перешел к тактике поэтапного снижения курса с предварительным оповещением. В то же время в качестве одной из мер в широком спектре мероприятий по борьбе с кризисом Банк России снизил нормативы обязательных резервов и стал предоставлять ликвидность посредством операций РЕПО с залогом и необеспеченных операций. Это привело к циклу ликвидности, проникающей на валютный рынок и создающей дальнейшее понижительное давление на рубль. В период

острой фазы кризиса темпы инфляции оставались на высоком уровне, несмотря на значительный спад в экономике. Поскольку цены на нефть упали на 70% по сравнению с пиковыми значениями, факторы, лежащие в основе докризисного инфляционного давления, поменяли направление на обратное, но последующее обесценение рубля привело к росту потребительских цен.

Появление спроса на операции рефинансирования Банка России привело к тому, что ставки Банка стали играть большую роль, однако в условиях кризиса их эффективность была ограниченной. В конце 2008 г. Банк России начал цикл ужесточения денежно-кредитной политики, пытаясь противодействовать обесценению рубля и инфляционному давлению (Рисунок 4.5А). Это представляло собой резкий контраст с политикой большинства центральных банков в странах ОЭСР, которые в это же время резко понизили официальные ставки. Повышение ставок ЦБ РФ оказалось недостаточным для того, чтобы сдерживать спекулятивные операции против рубля, поскольку игра на понижение по-прежнему рассматривалась как высокодоходная и с низкими рисками. Банк России предпринял шаги для того, чтобы противодействовать спекулятивным атакам на рубль с помощью других инструментов, главным из которых стал выпуск рекомендаций для банков поддерживать стабильный уровень иностранных активов и чистой балансовой позиции по иностранным валютам. В итоге в период с августа 2008 г. по январь 2009 г. Банк России потратил более трети своих резервов, хотя часть этой суммы можно рассматривать как трансферт частному сектору с целью оказания содействия отдельным организациям в решении возникших у них проблем, связанных с дисбалансом валютных активов и пассивов. В то же время политика Банка России во время кризиса помогла сохранить финансовую стабильность. Удалось предотвратить панику, период изъятия вкладов и их перевода из национальной валюты в иностранную был недолгим, не было ни одного банкротства среди крупных банков, а те банки и компании, которые пострадали от кризиса, получили возможность приобрести средства в иностранной валюте на сравнительно благоприятных условиях для последующего погашения внешней задолженности.

Одним из самых слабых мест денежно-кредитной политики Банка России являлась предсказуемость динамики валютного курса, будь то тенденция к постепенному повышению или снижению курса, что порождало представления о том, что спекулятивная игра на повышение/понижение была беспроигрышной, и усиливало колебания условий торговли. Во время кризиса и после его окончания Банк России старался решить эту проблему. К январю 2009 г. Банк России решил, что валютный курс соответствует своим фундаментальным основам, и нет необходимости продолжать поэтапную девальвацию рубля. В феврале 2009 г. Банк объявил о новой валютной политике, которая допускала большую гибкость валютного курса рубля (Врезка 4.1), хотя с тех пор он время от времени

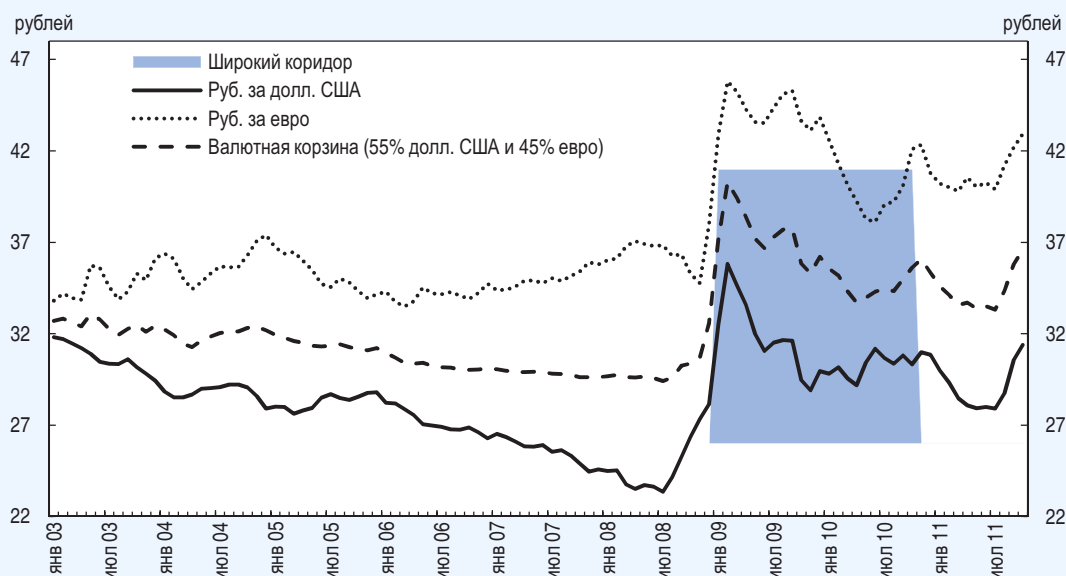
Врезка 4.1. Политика валютного курса в России после кризиса

23 января 2009 г. Банк России объявил о завершении своей политики постепенной девальвации, которую он проводил с ноября 2008 г. Одновременно были установлены рамки нового широкого коридора допустимых значений стоимости бивалютной корзины, в которую входят доллар США и евро, в пределах от 26 до 41 рубля (Рисунок 4.8). Веса двух валют в валютной корзине не изменились и составили 55% - доллар США и 45% - Евро. Учитывая ширину коридора, это заявление было повсеместно интерпретировано как шаг к более гибкому валютному курсу. В то же время, поскольку фактический валютный курс был близок к верхней границе коридора, ожидалось, что Банк России продолжит интервенции для защиты рубля. Однако, понижательное давление на рубль в марте 2009 г. ослабло на фоне изменения тенденций в динамике цен на сырьевые товары, и оказалось, что в интервенциях с целью защиты рубля пропала необходимость, поскольку рубль начал укрепляться.

В феврале 2009 г. Центральный банк объявил о введении скользящего «операционного» коридора в дополнение к широкому коридору валютного курса. В соответствии с новой курсовой политикой, валютный курс может свободно колебаться в рамках узкого коридора, ширина которого была изначально установлена на уровне 2 рублей. Банк России проводит интервенции для удержания курса в рамках этого узкого коридора, однако его границы автоматически корректируются, если интервенции превышают заранее установленный уровень. Банк может также осуществлять так

Врезка 4.1. Политика валютного курса в России после кризиса (прод.)

Рисунок 4.8. Номинальный валютный курс



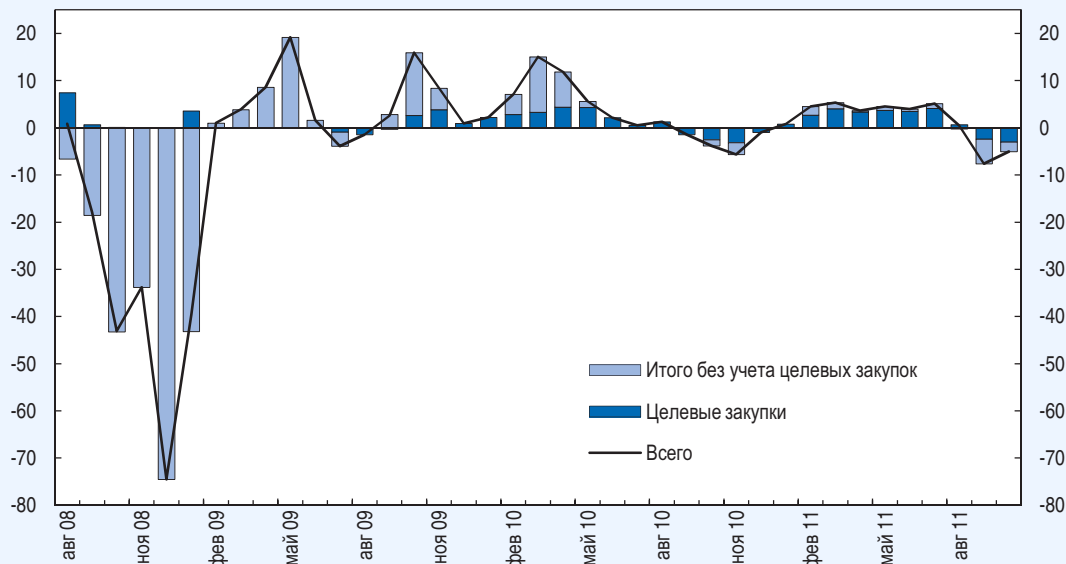
Источник: Расчеты ОЭСР на основе данных Банка России.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932539973>

называемые «целевые» интервенции, которые не учитываются в объемах средств, которые автоматически сдвигают рамки операционного коридора. Указанные «целевые» интервенции направлены на то, чтобы нейтрализовать рыночные ожидания относительно изменения обменного курса рубля, которые могут сформироваться на основе тенденций в изменении условий торговли (ЦБ РФ, 2011). При принятии решений относительно объемов этих интервенций Банк России принимает во внимание тенденции платежного баланса и ситуацию на внутренних финансовых рынках. С середины 2009 г. целевые интервенции составляли большую часть общего объема интервенций (Рисунок 4.9).

Рисунок 4.9. Интервенции Банка России на валютном рынке

Чистые объемы закупок долларов США и евро, в млрд. долл. США



Источник: Расчеты ОЭСР на основе данных Центрального банка России.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932539992>

Врезка 4.1. Политика валютного курса в России после кризиса (прод.)

За период с 2009 г. по 2011 г. Банк России постепенно расширил операционный коридор с изначально установленных 2 рублей до 5 рублей. В октябре 2010 г. он отменил коридор допустимых значений стоимости бивалютной корзины в пределах от 26 рублей до 41 рубля. Порог для объема интервенций, который автоматически сдвигает границы коридора, периодически пересматривался и по состоянию на август 2011 г. составлял 600 млн. долларов США. При достижении этого порога границы корректируются на 5 копеек.

проводил интервенции на валютном рынке. Согласно Банку России, интервенции на рынке преследуют две цели: сглаживание волатильности валютного курса и нейтрализацию ожиданий рынка относительно изменений обменного курса рубля, формирующихся под влиянием тренда в условиях торговли (ЦБ РФ, 2011). Однако, цели в области валютного курса больше не заключаются в противодействии укреплению рубля для защиты конкурентоспособности отечественных товаров, во всяком случае, в явной форме. Интервенции для сглаживания волатильности проводятся согласно заранее объявленному правилу (Врезка 4.1), однако так называемые «целевые» интервенции проводятся произвольно и в отношении них имеется некоторая неопределенность. Скорее, это делается намеренно, поскольку Банк России стремится противодействовать предсказуемости движения валютного курса в периоды устойчивых трендов (например, укрепления рубля во время повышения цен на сырьевые товары) и предотвратить появление спекуляций, воспринимаемых как беспроигрышная игра на понижение/повышение.

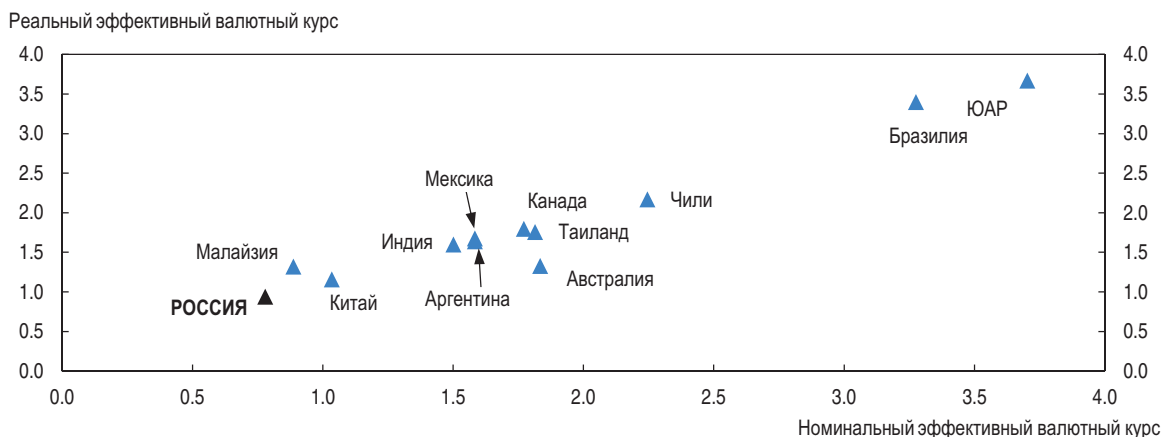
В соответствии с новой политикой существенно сократились масштабы интервенций по сравнению с докризисным периодом (Рисунок 4.6). Сокращение объемов интервенций привело к более плавному аккумулярованию резервов по сравнению с докризисным периодом. Тем не менее, с февраля 2009 г. по август 2011 г. золотовалютные резервы увеличились почти на 150 млрд. долл. США, что означает, что Россия восстановила значительную часть резервов, которая была потрачена во время кризиса. В период высокой волатильности на мировых финансовых рынках в августе 2011 г. Банк России осуществлял интервенции в обоих направлениях, а в сентябре и октябре продал значительные объемы иностранной валюты. В результате новой денежно-кредитной политики также значительно повысилась волатильность валютного курса по сравнению с докризисным периодом. В настоящее время волатильность валютного курса сопоставима с аналогичным показателем по странам, где установлен преимущественно или полностью режим плавающего валютного курса (Рисунок 4.10, А и В).

Несмотря на некоторые признаки восстановления кредитной активности весной 2009 г., рост кредитов в реальном выражении был очень незначительным, и даже стал отрицательным по отношению к соответствующему периоду предыдущего года (Рисунок 4.11). Учитывая сокращение объема ликвидности, поступающей из внешних источников, Банк России стал применять всю совокупность имеющихся в его арсенале ставок, определяющих денежно-кредитную политику, чтобы добиться поставленных целей. В апреле 2009 г. Банк начал цикл мероприятий по смягчению денежно-кредитной политики и продолжал проводить эту политику до июня 2010 г. (Рисунок 4.5А). За это время основные ставки Банка - в т. ч. ставка рефинансирования, ставка по операциям РЕПО и ставка по депозитным операциям - понижались 12 раз. В течение указанного периода ставка по операциям РЕПО снизилась на 500 базисных пунктов, а ставка рефинансирования и ставка по депозитным операциям - на 525 базисных пунктов.

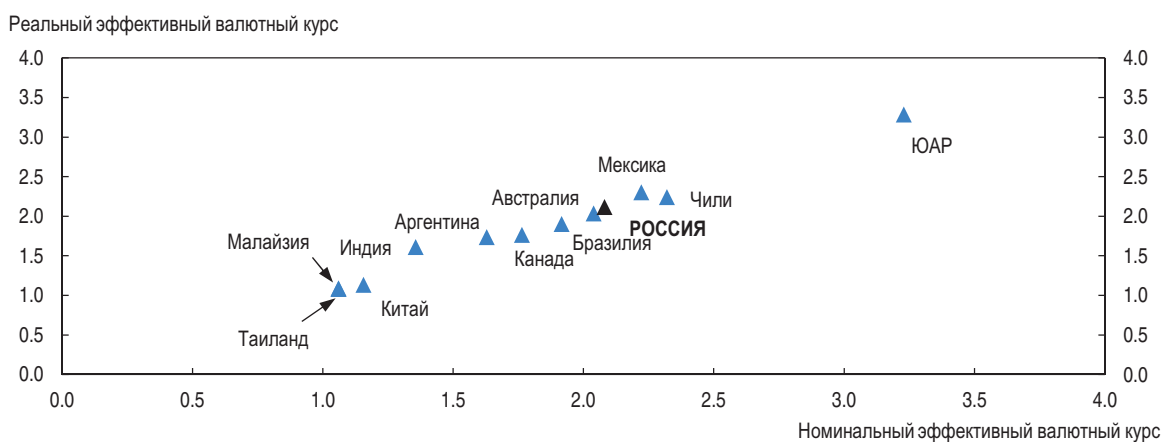
Эффективность процентных ставок Банка России продолжает в значительной степени зависеть от макроэкономических условий, которые менялись на протяжении двух лет. Главными инструментами, которыми пользовался Банк России, являлись ставки по операциям РЕПО и выпуск ОБР (облигаций Центрального банка). До начала 2010 г. спрос кредитных организаций на операции по рефинансированию со стороны Банка России оставался высоким, что делало наиболее значимыми ставки РЕПО. Однако,

Рисунок 4.10. Волатильность номинального и реального эффективного валютного курса

А. январь 2003 г. - июль 2008 г.



В. Февраль 2009 г. - июль 2011 г.

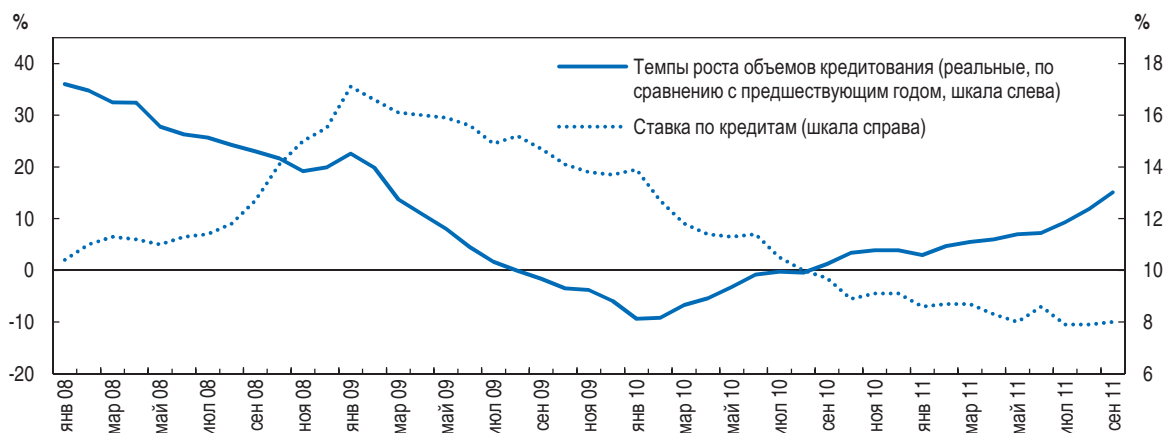


Примечание: волатильность валютного курса измеряется как стандартное отклонение ежемесячных темпов роста.

Источник: Расчеты ОЭСР на основе данных МВФ, база данных IFS.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932540011>

Рисунок 4.11. Рост объемов кредитования и процентная ставка



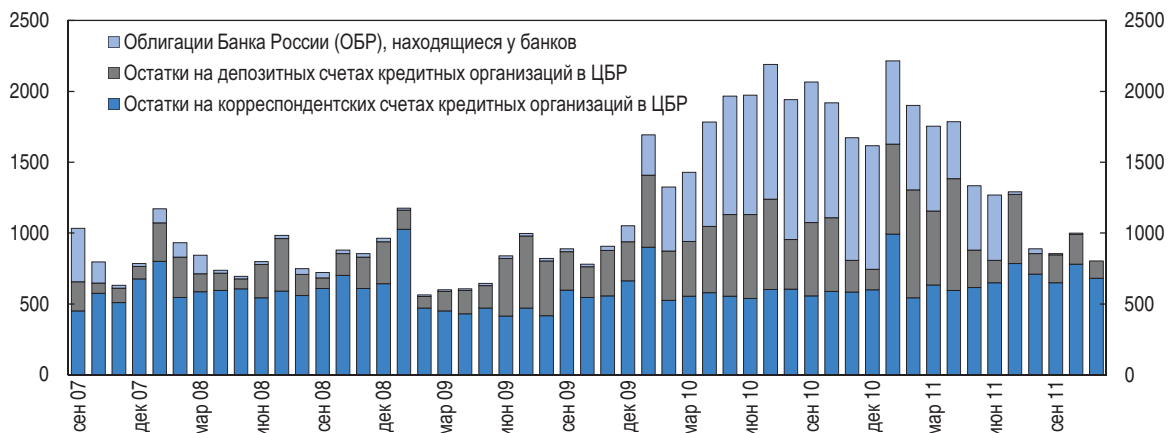
Источник: расчеты ОЭСР на основе данных Банка России и Росстата.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932540030>


после того как ликвидность достигла высокого уровня вследствие возросших интервенций на валютном рынке, спрос на рефинансирование практически пропал. В этих условиях Банк России стал абсорбировать ликвидность с помощью депозитов коммерческих банков, размещенных в Центральном банке, и выпуская облигации (Рисунок 4.12). Соответственно, ставка Центрального банка по депозитам приобрела более важное значение. Ставки межбанковского рынка стали значительно менее волатильными и временами приближались к ставкам Центрального банка (Рисунок 4.5A).

Рисунок 4.12. Ликвидность банковской системы и абсорбирование ликвидности

Начало периода, млрд. руб.



Источник: Банк России.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932540049>

Некоторое время казалось, что Банк России нашел баланс между поставленными целями. Руководство Банка справедливо рассудило, что инфляционное давление было слабым, в то время как активность на кредитном рынке и рост объема производства нуждались в поддержке. Темпы инфляции постоянно снижались по отношению к соответствующему периоду предыдущего года и в июле 2010 г. составили 5,5% - самый низкий показатель с начала перехода к рыночной экономике. Тенденция к снижению темпов инфляции внезапно изменилась на противоположную в результате резкого повышения внутренних цен на продовольствие в результате сокращения объема сельскохозяйственного производства под влиянием чрезвычайно плохих погодных условий. Непродовольственная инфляция также ускорилась, хотя и в значительно меньшей степени. Это повышение можно отнести на счет вторичных эффектов, связанных с инфляционными ожиданиями. Однако монетарные факторы также сыграли свою роль, поскольку прирост денежной массы оказался избыточным. Первой реакцией Банка России было не реагировать на шок со стороны предложения и не ужесточать кредитно-денежную политику. В декабре 2010 г. Банк повысил ставки по депозитам на 25 базисных пунктов, а в феврале и в мае 2011 г. ужесточил денежно-кредитную политику по всему спектру ставок. К этому времени цены на продовольствие начали снижаться, в частности, под влиянием некоторых мер, принятых государством, таких как продление запрета на экспорт зерна, продажа зерна из государственного резерва и временная отмена импортных пошлин на некоторые виды овощей. Высокий урожай 2011 г. в настоящее время способствует снижению темпов инфляции, особенно принимая во внимание, что 2010 г. с его низким урожаем - весьма благоприятная база для сравнения. Общий уровень инфляции сократился с 9,6% в мае до 7,2% в октябре.

В целом, за два последних года Банк России оказался достаточно успешным в достижении поставленных задач. Цель по инфляции на 2010 г. (даже если она и не была особенно амбициозной) была достигнута и, скорее всего, будет достигнута и в 2011 г., учитывая недавнее быстрое снижение

темпов инфляции. Активность на рынке кредитования повышается. Резких колебаний валютного курса удалось избежать, однако сам валютный курс стал намного более гибким, что препятствует спекуляциям. Политика более гибкого валютного курса еще не прошла проверку в условиях большого притока частного капитала, поскольку в течение 2010 г. и теперь уже почти всего 2011 г. капитал утекал из России, несмотря на повышение цен на сырьевые товары вплоть до весны 2011 г. Недавнее бегство в безопасные активы привело к очередному оттоку капиталов из России, поэтому главной проблемой стала слабость рубля, а не его чрезмерное укрепление. Новые основы денежно - кредитной политики пока еще недостаточно прочны, и необходим прогресс по различным направлениям.

Основываясь на недавних достижениях, нужно создать более сильные основы денежно-кредитной политики

Новые принципы денежно-кредитной политики, которые появились после кризиса, можно рассматривать как первый шаг на пути к таргетированию инфляции - режиму, который Банк России продолжает считать своей среднесрочной целью. Как отмечалось в предыдущем «*Экономическом обзоре*» (OECD, 2009), опыт таргетирования инфляции в странах с развивающимися рынками, в целом, и в странах-экспортерах сырья, в частности, в общем, оказался позитивным. Этот режим может хорошо сработать в России, при условии соблюдения ряда предварительных условий в институциональной, технической, экономической и финансовой сферах (некоторые из них могут быть эндогенными в том смысле, что они могут быть выполнены уже после того, как этот режим будет введен). Следующий раздел продолжает обсуждение этой темы, уделяя особое внимание тем сферам, где необходимо добиться продвижения, и учитывая недавний опыт не только стран с развивающимися рынками, но и развитых государств.

Банк России должен сделать выбор в пользу режима гибкого таргетирования инфляции

Экзогенные шоки, оказывающие влияние на общий уровень инфляции, такие как недавний взлет цен на продовольственные товары, ставят проблемы перед денежно-кредитной политикой. С 2006 г. по середину 2008 г., а затем, начиная с 2010 г., всплеск мировых цен на продовольственную продукцию и на энергоносители толкнули вверх общий уровень инфляции не только в странах с развивающимися рынками, но и в развитых государствах. Повышение косвенных налогов, которое являлось одной из мер бюджетной консолидации, оказало существенное влияние на итоговые показатели инфляции во многих странах ОЭСР, в т. ч. и в тех, где проводится таргетирование инфляции, прежде всего в Великобритании. Центральные банки во многих странах мира решили не ужесточать денежно-кредитную политику, а вместо этого позволили инфляции быть некоторое время вне пределов целевого коридора, ожидая, что эффект от этих временных факторов ослабеет. Среди тех, кто проводит политику таргетирования инфляции, подобный подход в литературе называют «гибким» таргетированием инфляции. И действительно, Svensson (2011 г.) утверждает, что в странах, в которых существует таргетирование инфляции, всегда проводится политика гибкого таргетирования инфляции. Для достижения успеха в этой области важное значение имеет степень доверия к Центральному банку. Если инфляционные ожидания становятся неуправляемыми, тогда, скорее всего, ценовой шок будет иметь вторичный эффект, и потребуются ужесточение денежно-кредитной политики с потенциально значительными негативными последствиями для экономического роста. Принимая во внимание, что на общий уровень инфляции периодически могут оказывать влияние внешние потрясения, Банк России должен проводить политику таргетирования инфляции более гибко. Однако, для того, чтобы ограничить воздействие вторичных эффектов внешних шоков, ему необходимо существенно повысить степень доверия к своей деятельности.

Укрепление институциональных основ

Независимость Центрального банка обычно рассматривается как важный фактор успешного функционирования режима таргетирования инфляции. В недавнем исследовании Трунина *и др.* (2010а) дается сравнительно низкая оценка независимости Банка России. При разработке оценки авторы уделяли особое внимание таким вопросам, как процедура назначения Председателя Центрального банка и, в более общем плане, влияние, которое исполнительная и законодательная власть оказывает на различные аспекты решений в области денежно-кредитной политики и административные вопросы. Авторы также обратили внимание на то, что за последние годы независимость Центрального банка ослабла. В целом, степень влияния исполнительной власти на Банк России за последнее десятилетие повысилась, а законодательной власти - понизилась. В исследовании также сделан вывод о том, что с точки зрения других аспектов независимости, в т. ч. политической и экономической, Банк России занимает позиции в середине спектра банков стран Центральной Европы и СНГ. Это соответствует выводам Agnone *et al.* (2007), которые считают, что уровень экономической и политической независимости Банка России - средний для стран с аналогичным объемом ВВП на душу населения. В результате введения режима таргетирования инфляции степень независимости Центрального банка может де-факто повыситься.

Решения относительно процентных ставок Банка России принимаются Советом директоров, включая членов Совета, которые отвечают за банковский надзор. Это - необычная ситуация, поскольку в странах, где принят режим таргетирования инфляции, решения по ставкам центрального банка принимаются отдельным органом, в состав которого могут входить как руководители центрального банка, так и независимые эксперты. Руководству Банка России целесообразно рассмотреть вопрос о создании подобного «Совета по денежно-кредитной политике», который занимался бы установлением ставок Центрального банка.

Повышение прозрачности денежно-кредитной политики

Эмпирические данные подтверждают, что прозрачность является важным фактором, который определяет успех денежно-кредитной политики. В странах, для которых характерен более эффективный контроль над инфляционными ожиданиями или которые характеризуются более стабильной инфляцией, прозрачность денежно-кредитной политики высока (Minegishi and Cournède, 2009), а если взять страны с более высоким уровнем инфляции, то там, где обеспечивается большая прозрачность денежно-кредитной политики, темпы инфляции снижаются быстрее (Geraats, 2009). Это предполагает, что повышая степень прозрачности денежно-кредитной политики, можно добиться значительного прогресса в борьбе с инфляцией. За последние два десятилетия степень прозрачности Банка России постоянно повышалась. Денежно-кредитная и финансовая статистика, а также документы, которые относятся к политике Банка России, размещены на сайте Центрального банка, причем большинство из них переведено на английский язык. Степень прозрачности денежно-кредитной политики, понимаемой как открытость центрального банка в формулировании решений в области денежно-кредитной политики и в разъяснении оснований, которые стоят за этими решениями (Ferguson, 2001 г.),³ также повысилась, особенно за последние два года. По мнению экспертов МВФ (IMF, 2011d), Россия в настоящее время соответствует всем критериям, которые содержатся в Кодексе прозрачности денежно-кредитной политики. Однако сравнительная оценка ситуации свидетельствует о том, что Банк России все еще отстает в этой области от центральных банков большинства стран ОЭСР и аналогичных стран с развивающимися рынками. Dincer and Eichengreen (2009) составили показатель прозрачности центральных банков для 100 стран за период с 1998 г. по 2006 г. Банк России в 2006 г. набрал 2,5 балла из 15 возможных, показав незначительное улучшение по сравнению с 1998 г., что делает его, согласно предложенной методике, одним из самых непрозрачных центральных банков в мире. Учитывая прогресс в сфере прозрачности за последние годы, вероятно, что относительные позиции России

улучшились по сравнению с тем периодом, когда были проведены эти оценки. По оценке экспертов Секретариата ОЭСР, основанной на методике, предложенной Minegishi and Courmède (2009), которая оценивает прозрачность по четырем параметрам (прозрачность в отношении целей монетарной политики, принимаемых решений, экономического анализа и самого процесса принятия решений), Банк России получил индекс прозрачности 0,5 из 1 (Таблица 4.1). Это все еще ниже, чем показатели по каждому из центральных банков одиннадцати стран ОЭСР в 2009 г.

Таблица 4.1. Прозрачность денежно-кредитной политики в России и в 11 крупнейших центральных банках стран ОЭСР

	Прозрачность целей	Принимаемые решения	Экономический анализ	Процесс принятия решений	Общий показатель прозрачности
Россия	0.42	0.90	0.37	0.25	0.48
В среднем по странам ОЭСР	0.80	0.89	0.73	0.56	0.74
Максимум по странам ОЭСР	1.00	1.00	1.00	0.92	0.98
Минимум по странам ОЭСР	0.33	0.60	0.41	0.17	0.55

Источник: Minegishi and Courmède (2009) и расчеты ОЭСР.

Значительный разрыв между Банком России и центральными банками стран ОЭСР можно увидеть по показателю прозрачности экономического анализа. Начиная с 2004 г. Банк России публикует квартальные обзоры инфляции, которые содержат подробный анализ факторов, объясняющих динамику инфляционных процессов за прошлый период. Однако, в докладах не содержится никаких прогнозов объема выпуска и инфляции, что обычно делают центральные банки стран ОЭСР. Прогноз ВВП на три года вместе с некоторыми исходными предположениями появляется в ежегодном издании «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики», но это слишком редко, чтобы общественность могла получить представление о том, как Банк России видит будущие экономические тенденции. Соображения относительно будущего состояния экономики особенно важно для центральных банков, которые работают в режиме таргетирования инфляции, поскольку они основывают свои решения в области денежно-кредитной политики на прогнозах развития ситуации. Однако, любой режим, при котором центральный банк использует ставки по краткосрочным операциям для того, чтобы стабилизировать инфляцию и объем производства в среднесрочном плане, в этом смысле аналогичен таргетированию инфляции. Если Россия намерена продвигаться к такому режиму, Банк России должен начать регулярную публикацию собственных прогнозов ВВП и инфляции.

Показатель прозрачности относительно целей денежно-кредитной политики у Банка России значительно ниже, чем у большинства центральных банков стран ОЭСР, по которым проводилась оценка. Мандат Банка России определен в Конституции как защита и обеспечение устойчивости рубля. Этот же мандат содержится в Законе о Центральном банке. До недавнего времени Банк России в явной форме преследовал две цели - снижение темпов инфляции и ограничение повышения реального курса рубля - что практически приводило к интервенциям Центрального банка на валютном рынке с тем, чтобы ограничить повышение номинального курса. Отражая переход к большей гибкости валютного курса рубля, Банк России более не делает заявлений о том, что целью проводимой политики валютного курса является поддержка конкурентоспособности отечественных производителей, а определяет цель как сглаживание колебаний курса и нейтрализацию ожиданий рынка относительно изменений обменного курса рубля, формирующихся на основе тенденций в динамике условий торговли. Однако обеспечение стабильности цен не заявлено в качестве основной цели денежно-кредитной политики. Что касается количественного определения цели по инфляции, имеются определенные сомнения относительно того, в какой степени количественные показатели инфляции, публикуемые в ежегодном

издании «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики», являются целями. Данные показатели всегда подразумевают снижение темпов инфляции к концу трехлетнего периода, однако не существует механизма подотчетности Банка России в случае, если такого снижения не произошло.⁴

Большинство центральных банков крупнейших стран ОЭСР заявляют, что обеспечение стабильности цен является целью проводимой ими политики и формулируют эту цель в количественном выражении, а те центральные банки, которые проводят политику инфляционного таргетирования, четко намечают временной горизонт, в течение которого эта цель должна быть достигнута. Последнее желательно и с точки зрения подотчетности банка, и как способ достижения гибкости, поскольку допускается временное отклонение показателей инфляции от целевого значения под влиянием экзогенных шоков, которые центральный банк не может контролировать. Чтобы создать якорь денежно-кредитной политики, в Закон о Центральном банке необходимо внести поправку, которая четко провозгласит стабильность цен в качестве главной цели денежно-кредитной политики, и Банк России должен обозначить эту цель в количественном выражении. Представляется преждевременным объявление фиксированного целевого параметра до того, как темпы инфляции приблизятся к тому уровню, который Банк России намерен поддерживать на постоянной основе, однако показатели, которые ежегодно публикуются в издании «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики», должны использоваться как критерии для оценки его деятельности. В квартальных обзорах инфляции Центральному банку необходимо давать пояснения относительно отклонений фактических темпов инфляции от целевых параметров, заданных в «Основных направлениях», и указывать временной горизонт, в течение которого цель должна быть достигнута.

Значительный прогресс достигнут в информировании общественности о решениях в области денежно-кредитной политики. В июле 2009 г. Банк России начал публиковать подробные обоснования принимаемых им решений, в т. ч. и в тех случаях, когда направленность политики не поменялась. Он также начал заранее объявлять время (месяц, а не точную дату) следующего заседания Совета директоров, на котором будут пересматриваться ставки Центрального банка. В заявлении Банка России обычно высказываются некоторые соображения относительно развития ситуации в будущем. Подобное сближение с практикой, которая принята в ОЭСР, приветствуется. Основываясь на этих достижениях, Банк России должен и дальше повышать степень прозрачности принимаемых им решений в области денежно-кредитной политики, проводя пресс-конференции по итогам заседаний Совета директоров или публикуя протоколы заседаний и/или итогов голосования.

Мониторинг инфляционных ожиданий

В той степени, в которой денежно-кредитная политика влияет на управление инфляционными ожиданиями, важно на регулярной основе производить мониторинг этих ожиданий. Руководство Банка России считает, что инфляционные ожидания играют важную роль в инфляционных процессах, и часто ссылается на тенденции в динамике инфляционных ожиданий, однако эти данные не публикуются. Банк должен регулярно публиковать обзоры ожиданий. Нововведением, которое помогло бы прояснить картину в отношении инфляционных ожиданий, стало бы развитие рынка ценных бумаг, индексированных с учетом уровня инфляции. Во многих странах ОЭСР выпускают ценные бумаги, индексированные с учетом уровня инфляции, даже если в некоторых случаях ограниченная ликвидность рынка этих бумаг и некоторые технические сложности делают проблематичным интерпретацию порогового уровня инфляции (Garcia and van Rixtel, 2007).

Координация с налогово-бюджетной политикой

Осторожная налогово-бюджетная политика и небольшой государственный долг являются важными предварительными условиями для таргетирования инфляции. Низкий уровень

государственного долга в России дает основания считать, что фактор «бюджетного доминирования» в денежно-кредитной политике вряд ли возможен. Денежная эмиссия для финансирования бюджетного дефицита запрещена законом. В то же время, поскольку средства государственных нефтяных фондов находятся в Центральном банке, действия правительства в связи с аккумуляцией и использованием средств этих фондов оказывают влияние на ликвидность рынка. Это требует координации действий ведомств, которые занимаются денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой с тем, чтобы избежать резких колебаний уровня ликвидности. В более общем плане проциклическая налогово-бюджетная политика может порождать инфляционное давление и усложнять задачу монетарных властей в снижении темпов инфляции. Поэтому крепкие основы налогово-бюджетной политики (Глава 3) будут поддерживать доверие к монетарным властям.

Повышение эффективности процентной политики

Таргетирование инфляции, как и любая другая система, которая использует краткосрочные ставки для стабилизации инфляции и объема производства в среднесрочном плане, требует хорошо отлаженного трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Для этого важно повысить все еще низкий уровень финансового посредничества, однако это можно рассматривать скорее как среднесрочную цель. А вот более насущная задача - это создание условий для того, чтобы ставки Банка России оказывали весомое влияние на ставки межбанковского рынка. В условиях избыточной ликвидности, которые вновь проявились в 2010 г., ставки Банка России по операциям РЕПО выполняли скорее роль «сигналов», хотя депозитные ставки Банка России оказывали влияние на ставки межбанковского рынка. В целях формирования долгосрочного спроса на операции рефинансирования необходимо сократить масштабы интервенций на валютном рынке до уровня, при котором они уже не являются основным экзогенным источником ликвидности. Другим приоритетным направлением является развитие рынка залогового обеспечения, что дает основание для финансирования части бюджетного дефицита за счет выпуска государственных ценных бумаг с целью увеличения их количества в обращении. Одной технической, но важной проблемой при разработке новой системы является фактический выбор ставок, определяющих денежно-кредитную политику Банка. По сравнению с банками других стран Банк России имеет необычно большое количество кредитных инструментов, дифференцированных по срокам предоставления кредита и требуемому обеспечению. На заседании по принятию решений в отношении ставок обычно устанавливается примерно 20 процентных ставок. Хотя допустимо иметь различные ставки для инструментов по предоставлению ликвидности и ее абсорбированию, объявление решений по такому количеству ставок (которые иногда еще изменяются разными темпами) очень громоздко, и к тому же может посылать противоречивые сигналы рынкам. Одно из объяснений, предложенное сотрудниками Банка России в пользу такого большого количества кредитных инструментов, это то, что эти разнообразные инструменты востребованы различными сегментами неоднородного банковского сектора. Подобный подход может, однако, усилить фрагментацию денежного рынка (МВФ, 2011b). Необычайно большое количество кредитных инструментов, которое в настоящее время имеется в России, может быть сокращено, а два или три из них определены в качестве главных инструментов денежно-кредитной политики. Остальные инструменты должны корректироваться с той же скоростью. Банк России объявил о своих планах сузить коридор ставок и отменить некоторые из них. Этот шаг приветствуется.

Роль валютного курса в новой системе

Меры, допускающие большую гибкость валютного курса, являются важным шагом на пути перехода к новым принципам денежно-кредитной политики, главная цель которой - обеспечение стабильности цен. Как подчеркивается в специальной литературе,⁵ гибкий валютный курс является необходимым условием инфляционного таргетирования. Гибкий валютный курс рубля может также принести пользу в качестве

амортизатора шоков, связанных с изменениями условий торговли, которым Россия периодически подвергается. В то же время внимание к тому, что происходит с валютным курсом, вполне оправданно. Валютный курс продолжает оставаться важным макроэкономическим показателем, который оказывает влияние на состояние экономики по нескольким каналам. Начать с того, что эффект переноса изменений курса на цены является значительным для России. Это означает, что колебания валютного курса оказывают сравнительно большое прямое влияние на внутреннюю инфляцию в стране (Beck and Barnard, 2009). Более того, перенос валютного курса является асимметричным, т. е. обесценения рубля сказывается на отечественных потребителях в большей степени, чем его укрепление, что может свидетельствовать о слабой конкуренции на рынках товаров и услуг (Глава 2). Кроме того, несмотря на снижение внешней задолженности, балансовые эффекты продолжают играть существенную роль в России. На уровне всей экономики долг, номинированный в иностранной валюте, достаточно скромнен - примерно 25% ВВП - однако он существенен для некоторых банков и компаний. Одним из препятствий для введения полной свободы валютного курса является реакция населения на резкие изменения курса национальной валюты, в особенности, при ее обесценении. С августа 1998 г., когда рубль был резко девальвирован и быстро потерял примерно 75% своей стоимости, прошло не так много времени, и люди зорко отслеживают признаки возможной значительной девальвации. Разумеется, эти ожидания частично экзогенны, и можно ожидать, что большая гибкость в конечном итоге изменит взгляды на этот вопрос, поскольку обесценение рубля не будет рассматриваться как необратимое событие.

Соображения относительно относительной ценовой конкурентоспособности отечественных производителей, которая также может быть подорвана в результате улучшения условий торговли, оправдывают необходимость мониторинга реального валютного курса рубля в рамках режима таргетирования инфляции. В частности, может очень дорого обойтись продолжительное завышение курса рубля. Оценки равновесного валютного курса для стран-экспортеров сырья достаточно неопределенные, не в последнюю очередь из-за того, что нет ясности относительно равновесного уровня цен на сырьевые товары. Это может привести к противоречивым выводам не только с точки зрения степени, но и направления отклонения от равновесного состояния. В качестве иллюстрации приведем следующий пример. Ivanova (2007) указывает, что российская валюта в 2007 г. была недооценена в реальном выражении (что должно свидетельствовать об успехе проводимой Банком России политики сдерживания реального удорожания рубля). МВФ (IMF, 2007) приходит к такому же выводу и оценивает степень недооцененности рубля на уровне от 1% до 20% в зависимости от используемой для расчета модели. Однако Трунин *и др.* (2010b) считают, что в период, предшествующий кризису, рубль был переоценен.⁶ Трунин *и др.* также приходят к выводу, что удешевление рубля в реальном выражении в период кризиса, возможно, было более значительным, чем это определяется фундаментальными факторами, а повышение курса после кризиса частично компенсировало этот эффект. В последнем выпуске Доклада экспертов МВФ по итогам консультаций согласно Статье IV, делается вывод о том, что в середине 2011 г. рубль был несколько недооценен по сравнению с тем значением, которое определяется среднесрочными фундаментальными факторами (IMF, 2011a).

Несмотря на трудности с определением равновесного валютного курса, имеются основания считать, что продолжительные периоды реального повышения валютного курса могут оказать длительное негативное влияние на те сектора экономики, которые открыты для международной конкуренции, причем это влияние может сохраняться даже тогда, когда тенденция сменится на противоположную (Krugman and Baldwin, 1987; Blanchard *et al.*, 2010). В свете этих опасений неудивительно, что большинство стран с развивающимися рынками, которые являются экспортерами сырья и проводят политику таргетирования инфляции (равно как и прочие страны с развивающимися рынками, в которых проводится эта политика), избрали «смешанную стратегию», в рамках которой при установлении ставок центральные банки принимают во внимание и инфляцию, и реальный курс национальной валюты. И, действительно, эта

стратегия теоретически может быть наиболее предпочтительной для стран-экспортеров сырья, которые подвергаются шокам со стороны реального обменного курса, что может оказать влияние на потенциальный объем выпуска (Aizenman *et al.*, 2008 г.). Банк России может рассмотреть возможность подобной стратегии, однако это потребует тщательного анализа того, какое воздействие окажут ставки банка России на валютный курс.⁷ Главным инструментом Банка России по противодействию давлению на валютный курс до сих пор были частично стерилизованные интервенции на валютном рынке. Подобный подход может помочь ослабить давление на валютный курс в краткосрочном плане, позволив ставкам Банка осуществлять контроль над внутренними целями (Blanchard *et al.*, 2010). Для России нет явных причин для накопления дополнительных резервов в целях самострахования, а затраты Банка России, связанные со стерилизацией денежной массы, необходимо сопоставить с затратами, которые страна понесет в результате завышения курса национальной валюты. В любом случае, интервенции на валютном рынке должны проводиться только в той мере, в какой они соответствуют главной цели обеспечения стабильности цен.

Реакция на масштабные и волатильные потоки капитала

Дилемма с валютным курсом приобретает еще большую остроту, когда повышательное давление на курс рубля возникает в результате мощного притока капитала под влиянием изменившихся настроений на рынке. В отличие от ситуации, когда улучшаются условия торговли, повышение курса национальной валюты, вызванное подобным притоком капитала, не будет отражать фундаментального сдвига в относительном уровне цен, и, следовательно, это будет отклонение от курса, который определяется фундаментальными факторами. Помимо риска чрезмерного завышения курса, прочие макроэкономические риски, такие как быстрая трансмиссия шоков между странами, перегрев экономики и циклы «бум-спад» на рынке кредитов и активов связаны с масштабными волатильными потоками капитала (OECD, 2011а). Потоки капитала в странах с развивающимися рынками в целом и в странах-экспортерах сырья в особенности, как правило, имеют проциклический характер (Frankel, 2011), что, таким образом, мультиплицирует эффект сырьевого бума. И, действительно, именно это можно было наблюдать в России во времена последнего сырьевого цикла, о чем уже говорилось ранее.

По ряду причин последнее повышение цен на сырье не сопровождалось крупным нетто-притоком капитала в Россию. В действительности Россия испытывала нетто - отток капитала в течение всего 2010 г. и до сих пор в 2011 г. (Рисунок 4.6 и Таблица 4.2), несмотря на повышение цен на нефть, особенно в 2011 г. Главным образом, это объясняется решением российских компаний и банков, наученных опытом глобального финансового кризиса, улучшить свою нетто-позицию по иностранным активам. Кроме того, чистый приток ПИИ с 2009 г. стал отрицательным, что отражало растущий отток прямых инвестиций. Этот опыт России в последнее время не соответствует ситуации в других странах с развивающимися рынками. Во многих из них наблюдался значительный приток капитала (Таблица 4.2), причем во многих случаях его объем превысил докризисный уровень.

Вполне может быть так, что усилия Банка России по противодействию тенденции к однонаправленным сделкам на валютном рынке себя оправдали и, несмотря на большую разницу в процентных ставках, для многих экономических агентов валютный риск сделал неинтересным привлечение заемных средств за границей. Возможно, что постоянный рост сырьевых цен уже не воспринимается как само собой разумеющееся, что влияет на восприятие валютного риска. Банк России принял также некоторые меры пруденциального характера, направленные на ограничение заимствований за рубежом, например, более высокие нормативы обязательных резервов по обязательствам перед нерезидентами (за исключением физических лиц), которые вступили в силу с февраля 2011 г. Это могло оказать влияние в какой-то степени. И, наконец, слабый поток частных капиталов, несмотря на высокие цены на нефть, может отражать неуверенность, связанную с

Таблица 4.2. **Потоки капитала**

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г. (янв.-июнь)
<i>Млрд. долл. США</i>					
Прямые инвестиции	9 157	19 408	-7 165	-9 630	-9 919
В Россию	55 073	75 002	36 500	42 846	23 432
За границу	-45 916	-55 594	-43 665	-52 476	-33 351
Портфельные инвестиции и финансовые производные	5 885	-36 807	-5 424	-3 502	1 442
Пассивы	13 115	-38 081	-4 939	-8 872	-1 060
Активы	-7 230	1 274	-485	5 370	2 502
Прочие инвестиции	79 689	-114 276	-19 044	-12 823	-17 861
Пассивы	139 751	63 239	-25 185	10 011	18 541
Активы	-60 062	-177 515	6 141	-23 834	-36 402
Всего чистые потоки капитала	94 731	-131 675	-31 633	-25 955	-26 338
<i>% ВВП</i>					
Прямые инвестиции	0.7	1.2	-0.6	-0.7	-1.2
В Россию	4.2	4.5	3.0	2.9	2.8
За границу	-3.5	-3.3	-3.6	-3.5	-4.0
Портфельные инвестиции и финансовые производные	0.5	-2.2	-0.4	-0.2	0.2
Пассивы	1.0	-2.3	-0.4	-0.6	-0.1
Активы	-0.6	0.1	0.0	0.4	0.3
Прочие инвестиции	6.1	-6.9	-1.6	-0.9	-2.1
Пассивы	10.8	3.8	-2.1	0.7	2.2
Активы	-4.6	-10.7	0.5	-1.5	-4.3
Всего чистые потоки капитала	7.3	-7.9	-2.6	-1.8	-3.1
<i>Всего чистые потоки капитала-некоторые страны с развивающимися рынками</i>					
<i>% ВВП</i>					
Бразилия	6.5	1.7	4.4	4.7	5.7
Мексика	2.1	2.5	2.6	3.4	4.0
Южная Африка	7.6	4.2	4.7	3.0	3.4
Турция	7.5	4.7	1.6	7.9	12.1

Источник: База данных МВФ, *International Financial Statistics*; данные центральных банков Бразилии, Мексики, России, Турции и Южно-Африканской Республики.

парламентскими выборами в декабре 2011 г. и президентскими выборами в марте 2012 г., а также с составом и направлениями деятельности нового правительства, которое будет сформировано после президентских выборов.

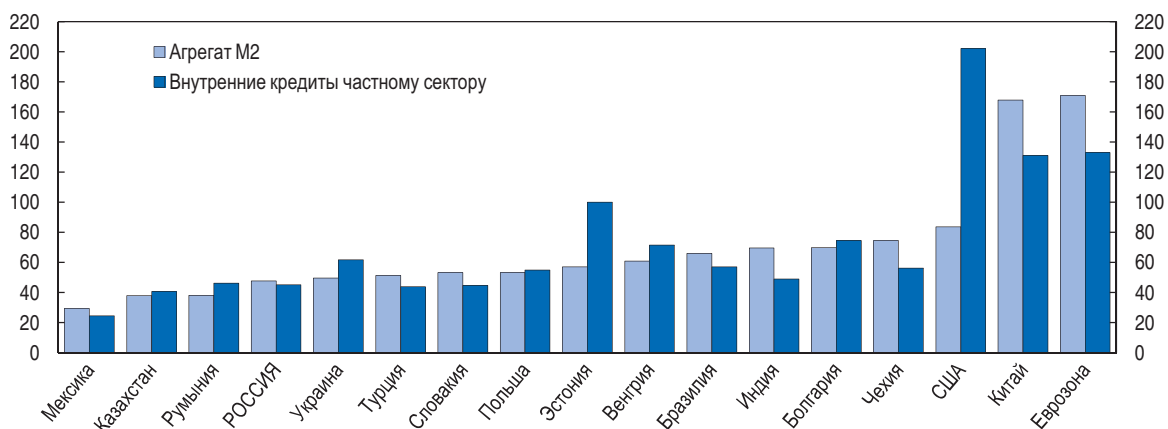
Тем не менее, принимая во внимание, что очень низкий уровень процентных ставок в развитых странах, как ожидается, еще сохранится, баланс риска и доходности может измениться, и Россия вновь привлечет большие объемы капитала, особенно если в стране улучшится деловой климат. Во всем мире растет понимание того, что приток капитала, несмотря на многие преимущества, может быть связан с серьезными рисками для стран с развивающимися рынками, что делает оправданным сбалансированный подход при выработке экономической политики в данной сфере. Суть этого оптимального подхода остается предметом для обсуждения, хотя в целом все сходятся на том, что укрепление национальной валюты (при условии, если она не была чрезмерно переоценена изначально) и ужесточение налогово-бюджетной политики должны составлять первую линию обороны (IMF, 2011с). Интервенции на рынке с последующей стерилизацией денежной массы считаются менее желательными. Мнения относительно изменения процентных ставок центрального банка - наиболее противоречивы по причинам, которые уже рассматривались в контексте повышательного давления на национальную валюту под влиянием улучшения условий торговли.

Меры пруденциального надзора на макро и микроуровнях, направленные на ограничение принимаемых рисков, могут с пользой дополнять меры макроэкономической политики. Власти обсуждали возможности введения мониторинга иностранных заимствований государственных предприятий, однако не понятно, какие действия будут предприняты для ограничения подобных заимствований, если они вообще будут предприняты. Можно также рассмотреть рыночные инструменты, ограничивающие приток краткосрочного капитала, желательно, под международным наблюдением в рамках международных соглашений, таких как «*Кодекс ОЭСР по либерализации движения капиталов*» (OECD, 2011b). Российские официальные лица по разным поводам неоднократно подтверждали приверженность России принципам свободного движения капиталов, и введение ограничений на трансграничное движение капиталов в настоящий момент не стоит на повестке дня при обсуждении основных направлений политики в этой сфере.

В долгосрочной перспективе структурная политика может играть важную роль в том, чтобы воспользоваться преимуществами движения капиталов и одновременно сократить связанные с ним негативные последствия. Особое значение имеют реформы, направленные на развитие финансовых рынков. Степень монетизации российской экономики повысилась, однако остается еще низкой по сравнению с другими странами (Рисунок 4.13). Финансовые рынки развиваются быстро, однако они отстают в своем развитии от рынков стран ОЭСР и некоторых стран с развивающейся экономикой в отношении набора финансовых продуктов и в качестве источников финансирования инвестиций. Это ограничивает способность поглощать крупные объемы капиталов и направлять их в сферы наиболее продуктивного использования. Реформы на рынках товаров и услуг, способствующие развитию конкуренции, будучи важными сами по себе (Глава 2), могут также оказать содействие в достижении целей, связанных с движением капиталов. Хотя менее ограничительное регулирование рынка может привести к большим потокам капитала, имеются основания утверждать, что оно связано с более стабильным составом притока капитала, другими словами - больше ПИИ и меньше заимствований (Furceri *et al.*, 2011).

Рисунок 4.13. **Уровень монетизации экономики**

В % ВВП, 2010 г. или последний год, по которому имеются данные¹



1. По Словацкой Республике - 2008 г.

Источник: Всемирный банк, База данных WDI Online.

Врезка 4.2. Рекомендации по денежно-кредитной политике

Активизация процесса подготовки таргетирования инфляции

Интервенции на валютном рынке должны проводиться только в той степени, в какой они соответствуют главной цели достижения стабильности цен.

Определить одну или две ставки Банка России, которые являются главными инструментами денежно-кредитной политики.

Рассмотреть возможность создания «Комитета по денежно-кредитной политике», который занимался бы установлением ставок ЦБ РФ.

Повышение прозрачности денежно-кредитной политики

Четко провозгласить стабильность цен в качестве главной цели денежно-кредитной политики, внося соответствующие изменения в Закон о Центральном банке. Необходимо также определить временной горизонт, в течение которого эта цель должна быть достигнута.

Проводить пресс-конференции по итогам заседаний Совета директоров Банка, на которых рассматриваются вопросы денежно-кредитной политики, и публиковать протоколы заседаний и/или итогов голосования.

В соответствии с планируемым переходом к режиму таргетирования инфляции публиковать собственные прогнозы Центрального банка по показателям инфляции и ВВП вместе с исходными предположениями, на период, в течение которого планируется достичь целевых параметров.

Публиковать регулярную информацию об инфляционных ожиданиях. Рассмотреть возможность развития рынка ценных бумаг, индексированных с учетом инфляции.

Разработка механизма реагирования на масштабный приток капитала

В случае масштабного притока краткосрочного капитала, который окажет чрезмерное повышательное давление на курс рубля, необходимо рассмотреть возможность принятия различных мер, включая меры по ужесточению налогово-бюджетной политики, меры пруденциального характера на макро- и микроуровнях, интервенции на валютном рынке с последующей стерилизацией денежной массы и временные дестимулирующие меры рыночного характера в отношении подобного притока капитала. Структурные реформы, предусматривающие развитие финансовых рынков, повысят способность поглощать крупные объемы капиталов и направлять их в сферы наиболее эффективного использования, тогда как реформы, направленные на развитие конкуренции на рынках товаров и услуг, могут изменить состав входящих потоков капитала в пользу ПИИ, которые менее подвержены нестабильности по сравнению с другими видами капитала.

Примечания

1. Российское правительство установило график повышения регулируемых цен, в т. ч. цен на газ, тарифов на электроэнергию для населения и на коммунальные услуги, в соответствии которым производится их повышение сверх прогнозируемых темпов инфляции. Например, тарифы на газ для населения в 2009 г. повысились на 24%, а в 2010 г. - на 17%.
2. Начиная с 2005 г. Банк России устанавливает целевые параметры валютного курса по отношению к бивалютной корзине, в которую входят доллар США и евро. Удельные вес евро постепенно повысился с 10% до 45%. В 2006-2007 гг. Банк России допускал постепенное удорожание рубля по отношению к бивалютной корзине, однако номинальный эффективный курс слегка понизился, что отражало двустороннее изменение курсов с другими торговыми партнерами, в том числе со странами СНГ.
3. Со ссылкой на Minegishi and Cournède (2009).
4. В какой-то мере неопределенность в отношении России основывается на том, что еще не было такого года, когда уровень инфляции находился бы на том уровне, который Банк России мог бы установить в качестве разумной цели. Получается, что параметры на три года вперед, публикуемые Банком России, всегда построены на

понижительной тенденции, которая приводит к целевой точке. В других странах обычно имеется фиксированное значение цели по инфляции (либо в виде конкретного значения, либо в виде целевого коридора), что дает возможность увидеть разницу и сравнить прогнозные значения с целевыми параметрами.

5. См, например, Mishkin (2000).
6. Авторы также утверждают, что применяемая Банком России методика недостаточно отражает степень завышения реального курса рубля до кризиса.
7. Оптимальная стратегия будет зависеть от характера валютного шока. Попытки Банка России сдержать тенденцию к ослаблению рубля в период кризиса путем повышения ставок на денежном рынке не были особо успешными.

Библиография

- Дробышевский, С. и др. (2010), «*Моделирование спроса на деньги в российской экономике в 1999–2008 гг.*». Научные труды No. 136Р, Ин-т экономики переходного периода, Москва.
- Трунин, П., Д. Князев и А. Сатдаров (2010а), «*Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы*», Научные труды, Институт экономики переходного периода, № 133Р, Москва.
- Трунин, П., Д. Князев и Е. Кудюкина (2010б), «*Анализ факторов динамики обменного курса рубля*», Институт Гайдара, Москва.
- Улюкаев, А. И М. Куликов (2009), «*Воздействие мировых товарных цен на глобальную и российскую инфляцию*», Деньги и кредит, 4/2009.
- Центральный банк Российской Федерации (2011), «*Годовой отчет за 2010 г.*», Москва.
- Юдаева, К. (2010), «*О валютной политике*», Вопросы экономики, № 1, январь
- Arnone, M. et al. (2007), «*Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends*», *IMF Working Papers*, No. 07/88, IMF, Washington, DC.
- Aizenman, J., M. Hutchison and I. Noy (2008), «*Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets*», *NBER Working Papers*, No. 14561, NBER, Cambridge, MA, December.
- Beck, R. and G. Barnard (2009), «*Towards a Flexible Exchange Rate Policy in Russia*», *Economics Department Working Papers*, No. 744, OECD, Paris.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia and P. Mauro (2010), «*Rethinking Macroeconomic Policy*», *IMF Staff Position Note*, No. SPN/10/03, IMF, Washington, DC.
- Dincer, N. and B. Eichengreen (2009), «*Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates*», *NBER Working Papers*, No. 1479, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Eijffinger, S. and P. Geraats (2006), «*How Transparent are Central Banks?*», *European Journal of Political Economy*, Vol. 22(1), pp. 1-21.
- Ferguson, R.W. Jr. (2001), «*Transparency in Central Banking: Rationale and Recent Developments*», Remarks before the National Economists Club and Society of Government Economists, April.
- Frankel, J., «*Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey*», in Friedman, B. and M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3a and 3b, North-Holland.
- Furceri, D., S. Guichard and E. Rusticelli (2011), «*Medium-term Determinants of International Investment Positions: the Role of Structural Policies*», *Economics Department Working Papers*, No. 863, OECD, Paris.
- Garcia, J. and A. van Rixtel (2007), «*Inflation-Linked Bonds from a Central Bank Perspective*», *European Central Bank Occasional Paper Series*, European Central Bank, Frankfurt/Main.
- Geraats, P. (2009), «*Trends in Monetary Policy Transparency*», *International Finance*, Vol. 12(2), Summer, 2009, pp. 235-268.
- IMF (2011a), *Russian Federation: 2011 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF, Washington, DC, September.
- IMF (2011b), *Russian Federation: Selected Issues Paper*, IMF, Washington, DC, September.
- IMF (2011c), *Recent Experiences in Managing Capital Flows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, Washington, DC.
- IMF (2011d), *Financial System Stability Assessment*, IMF, Washington, DC, September.
- Ivanova, N. (2007), «*Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate in Russia: Trade-Balance Approach*», *CEFIR/NES Working Papers*, No. 102, May.

- Krugman, P. and R. Baldwin (1987), «The Persistence of the US Trade Deficit», *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- Minegishi, M. and B. Cournède (2009), «The Role of Transparency in the Conduct of Monetary Policy», *Economics Department Working Papers*, No. 724, OECD, Paris.
- Mishkin, F.S. (2000), «Inflation Targeting in Emerging-Market Countries», *American Economic Review*, Vol. 90(2), pp. 105-109, American Economic Association, May.
- OECD (2009), *OECD Economic Surveys: Russian Federation*, OECD, Paris.
- OECD (2011a), *OECD Economic Outlook*, No. 89, OECD, Paris, May.
- OECD (2011b), *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, OECD, Paris.
- Svensson, L. (2011), «Inflation Targeting», in Friedman, B. and M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3a and 3b, North-Holland.



From:
**OECD Economic Surveys: Russian Federation
2011**

Access the complete publication at:
https://doi.org/10.1787/eco_surveys-rus-2011-en

Please cite this chapter as:

OECD (2012), "Moving to a new framework for monetary policy: (Russian version)", in *OECD Economic Surveys: Russian Federation 2011*, OECD Publishing, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-russ-2011-7-ru

Данная работа публикуется под ответственность генерального секретаря ОЭСР. Изложенные в ней мнения и приводимая аргументация могут не отражать официальных взглядов правительств стран – членов ОЭСР.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org. Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at info@copyright.com or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.