

*К. Юдаева*

## **О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации**

В статье подробно описан операционный механизм денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации в рамках режима инфляционного таргетирования. Рассмотрены взаимосвязи управления процентными ставками и ликвидностью, а также их взаимодействие с валютными интервенциями. Обсуждаются цели и задачи денежно-кредитной политики в текущей экономической ситуации.

*Ключевые слова:* Россия, центральный банк, денежно-кредитная политика, инфляционное таргетирование.

*JEL:* E52.

В последние полтора года возникли новые серьезные вызовы для экономической политики. Темпы роста, и так невысокие, снизились практически до нуля. При этом безработица сокращается, а загрузка рабочей силы остается высокой, то есть на рынке труда нет свободных резервов для быстрого наращивания производства. Наоборот, ситуация скорее свидетельствует о дефиците рабочей силы. Поведение инфляции больше соответствует положению на рынке труда, чем динамике ВВП: при наличии каких-либо шоков инфляция начинает расти, а замедление выпуска не оказывает на нее заметного действия.

Геополитические факторы только усугубили сложившиеся тенденции. На фоне усиления неопределенности темпы роста еще больше замедлились. После скачка курса, во многом спровоцированного «внутренним оттоком капитала», то есть перекладыванием сбережений российских компаний и граждан в безналичную и наличную валюту, инфляция также стала повышаться.

Здесь возникает вопрос: какую политику в этой ситуации проводить? Ответ зависит от диагноза. Если рассматривать текущее положение как циклическое замедление экономики, обычно сопровождающееся ростом безработицы и замедлением инфляции, то можно использовать монетарное стимулирование. Если рассматривать его как

---

*Юдаева Ксения Валентиновна*, первый заместитель Председателя Банка России (Москва).

структурное замедление, сопровождающееся ограничениями со стороны производства — в нашем случае демографическими тенденциями на фоне проблем с бизнес-климатом, то монетарное стимулирование будет вредным, так как вызовет стагфляцию, то есть разгонит инфляцию без ускорения экономического роста.

Соответствующих примеров много. Классический случай — стагфляция в США в 1970-е годы, когда и возник этот термин. Экономический спад в США начался примерно в 1973 г. в связи с резким ростом цен на нефть. Опираясь на доминировавшую тогда кейнсианскую традицию, ФРС попыталась стимулировать спрос с помощью денежно-кредитной политики. Однако в условиях структурного шока, или шока предложения, а не спроса (неготовности структуры экономики США к высоким ценам на нефть), эта политика практически не оказала влияния на темпы экономического роста. Но резко ускорилась инфляция, достигнув 15%.

Этот эпизод стимулировал развитие макроэкономической науки — появилась так называемая *supply side economics* («экономика предложения»). Выход из стагфляции был показательным. Президент ФРС П. Волкер в 1980 г. резко ужесточил денежно-кредитную политику, и через два года, пережив серьезный кризис, экономика США вошла в фазу низкой инфляции. После этого начался 25-летний период бурного экономического роста, который принято связывать со структурными реформами Р. Рейгана. «Рейганомика» включала существенную экономическую либерализацию, в том числе финансового рынка.

В последнее время термин «стагфляция» стали применять к ситуации в Японии. Изменение денежно-кредитной политики в стране способствовало переходу от дефляции к инфляции, но на экономическом росте это не сказалось. Похожие эпизоды имели место и в России. Наиболее известный пример — 1992 г.

После либерализации цен инфляция к маю уже постепенно стабилизировалась, но Центральный банк РФ начал выдавать целевые кредиты для поддержания экономики. При этом продолжалось эмиссионное финансирование бюджета. В результате к концу года инфляция резко выросла. Это, возможно, лишь усугубило экономический спад, ведь бизнес был озабочен не развитием производства, а защитой сбережений от инфляции. Вряд ли кто-то в России хотел бы снова пережить такой опыт.

Признаков того, что текущее замедление роста ВВП в России носит структурный характер, довольно много. Однако человеческая природа такова, что хочется найти простой выход из создавшейся ситуации. Видимо, именно поэтому в последнее время предпринимаются попытки решить накопившиеся структурные проблемы за счет денежно-кредитной политики. И все чаще говорят: рано переходить к инфляционному таргетированию.

### **Как работает инфляционное таргетирование: операционный механизм и целеполагание**

Все критики инфляционного таргетирования игнорируют основной вопрос: какую модель денежно-кредитной политики они предлагают использовать в России? Фиксированный валютный курс? Регулирование

скорости роста денежного предложения? Или просто хаотическое блуждание без руля, без ветрил, а также без компаса и якоря?

Термин «инфляционное таргетирование» применяют сейчас довольно часто, но не все понимают, что он означает. Остановимся на этом подробнее. Начнем с того, что часто упускают из виду: с описания операционного механизма денежно-кредитной политики. За последние годы он претерпел серьезные изменения, и без их учета сложно понять, что происходит в экономике и денежно-финансовой сфере.

Модель денежно-кредитной политики, к которой переходит сейчас Центральный банк РФ, в начале XXI стала одной из самых распространенных в мире. Она предполагает следующее.

*Первое* — удержание процентных ставок денежного рынка на определенном целевом уровне (или управление процентными ставками денежного рынка) путем установления ключевой ставки. Центральный банк РФ переходит (фактически уже перешел) к использованию процентных ставок денежного рынка, то есть процентных ставок, по которым банки кредитуют друг друга на короткие сроки, в качестве основного канала своего влияния на экономику. Достигается это следующим образом.

Центральный банк проводит операции рефинансирования банков под залог либо ценных бумаг (в основном облигаций), либо кредитов заемщикам с высокой платежеспособностью. Объемы этих операций в совокупности устанавливаются так, чтобы процентные ставки оставались в заданном диапазоне. В нашем случае это ключевая ставка ЦБ плюс—минус 1 п. п. Центральный банк ежедневно следит за спросом и предложением ликвидности банков, на этой основе устанавливает лимиты аукционных операций, чтобы удержать ставку на соответствующем уровне. Отметим, что термин «ликвидность» мы понимаем в узком смысле: объем денег на корреспондентских счетах банков, используемый для проведения расчетов. Часто его трактуют шире, но в своих операциях в рамках описываемого механизма Центральный банк РФ принимает во внимание размер корсчетов как отражение объема средств, необходимого для нормального осуществления расчетов.

Основные операции денежно-кредитной политики — это операции недельного РЕПО (покупка с обратным выкупом) с ценными бумагами, которые проводятся по ключевой ставке, устанавливаемой Советом директоров ЦБ РФ. Ежедневные операции по фиксированным ставкам — кредитные и депозитные — проводятся по ставкам «ключевая плюс—минус 1 п. п.» соответственно. Такой набор инструментов позволяет удерживать ставки денежного рынка внутри коридора процентных ставок, то есть на уровне ниже «ключевая плюс 1 п. п.».

Это классический набор инструментов, применяемый во многих странах. Обычно в операциях предоставления ликвидности используют только государственные бумаги — аналоги наших ОФЗ. Но поскольку в России рынок государственных бумаг очень узкий, ЦБ РФ включает в список ценных бумаг, принимаемых в залог по своим операциям (так называемый Ломбардный список), широкий круг корпоративных и ипотечных облигаций. Однако и этот рынок в России ограничен, поэтому в последнее время расширялось кредитование под залог кредитов платежеспособным компаниям. Основной объем таких

кредитов предоставляется на аукционах на срок три месяца по ставкам «ключевая плюс 0,25 п. п.», что согласуется с задачей удерживать рыночные ставки на уровне ниже «ключевая плюс 1 п. п.». Но в систему ставок не вписывается такой инструмент, как введенное по просьбе банковского сообщества рефинансирование под залог кредитов и золота на срок от 2 дней до 1,5 лет. Цель данного инструмента — страховать на случай возникновения проблем, а не регулярно предоставлять ликвидность. Поэтому ставки по нему выше.

*Второе* — принципы и целевые ориентиры, исходя из которых выбирают уровень процентных ставок. Именно здесь возникает понятие инфляции, то есть темпа роста потребительских цен. Ставки выбирают так, чтобы инфляция в среднесрочной перспективе (через год—полтора) вышла на целевые ориентиры. Поэтому такой режим и называется таргетированием инфляции (от английского слова target — цель) — он направлен на достижение целей по инфляции.

Почему цель ставится на среднесрочный период? Потому что политика ЦБ влияет на инфляцию не напрямую, а косвенно. ЦБ может воздействовать на ставки денежного рынка. Последние, в свою очередь, влияют на другие кредитные и депозитные ставки в экономике, а также на валютный курс. Исходя из уровня ставок и динамики курса, экономические агенты принимают решения о сбережениях, инвестициях, потреблении и ценообразовании. Причем все эти решения тоже влияют друг на друга. Поэтому влияние денежно-кредитной политики на инфляцию происходит с большим временным лагом. Чтобы его оценить, нужны специальные математические модели, учитывающие комплекс экономических факторов.

Безусловно, в каждый конкретный период на инфляцию влияют не только денежно-кредитная политика, но и другие факторы (скажем, политика правительства в сфере налогов или тарифов), которые могут воздействовать на инфляцию иначе, чем денежно-кредитная политика. Но следует понимать, что влияние этих факторов не отменяет влияния денежно-кредитной политики.

Как выбирают цели по инфляции? В принципе цель может быть любой, даже 100%. Стандартная цель в развитых странах 2—2,5%. Удержание инфляции на этом уровне в течение длительного времени существенно повышает уровень доверия к национальной валюте и национальной финансовой системе. Боязнь инфляции в таких странах не препятствует тому, чтобы люди и бизнес держали сбережения в национальной валюте. Обычные люди фактически перестают реагировать на изменение валютного курса, поскольку он не оказывает заметного влияния на покупательную способность их доходов и сбережений. Бизнес не стремится менять цены при снижении курса, а в случае роста спроса на свою продукцию скорее повысит выпуск, чем цены. Именно это позволяет проводить контрциклическую денежно-кредитную политику. Ее смягчение неминуемо ведет к снижению валютного курса. Чтобы такая политика была эффективной, люди не должны реагировать на нее, покупая иностранную валюту, а компании — немедленно повышая цены.

В странах с формирующимся рынком, к которым относится Россия, обычно велики колебания относительных цен, то есть цен од-

них групп товаров по отношению к другим. Вот почему в этих странах инфляцию чаще таргетируют на уровне, близком к 4%. Именно такую политику и начал проводить Центральный банк РФ.

### **Насколько свободно «свободное плавание»?**

Много опасений в связи с переходом к таргетированию инфляции вызывает то, что оно сопровождается плавающим курсом. Но в рамках инфляционного таргетирования центральные банки не теряют полностью возможность влиять на валютный курс. Это влияние может быть как прямым (с помощью интервенций), так и косвенным (через управление ставками денежного рынка).

Страны, таргетирующие инфляцию и использующие в качестве основного операционного механизма управление процентными ставками денежного рынка, в отдельных случаях могут проводить валютные интервенции в целях финансовой стабильности, то есть для корректировки резких скачков валютного курса. Но они обычно не проводят регулярных интервенций для поддержания конкретного уровня курса. Это связано с тем, что интервенции ведут к изъятию ликвидности (или национальной валюты) из обращения, поскольку иностранную валюту ЦБ продает за национальную. Если при этом придерживаться только политики фиксированного курса и не пытаться влиять на рыночные процентные ставки, то из-за снижения объема ликвидности последние резко вырастут, что и приведет систему в равновесие.

Если, продавая валюту, пытаться удерживать процентные ставки на более низком уровне, то нужно каким-то образом возвращать ликвидность в обращение, или стерилизовать интервенции. Для этого обычно расширяют операции предоставления ликвидности. Вот почему во второй половине 2013 — начале 2014 г., когда ЦБ РФ проводил массированные интервенции, так сильно вырос объем операций рефинансирования. На фоне активного обсуждения ситуации с ликвидностью и ее доступности для банков тогда пришлось значительно увеличить объем операций под залог кредитов платежеспособным заемщикам: «мощности» рынка ценных бумаг просто не хватало для предоставления необходимого объема ликвидности.

Часто задают вопрос: не была ли в тот момент политика ЦБ РФ слишком мягкой, ведь он выдавал довольно много ликвидности, которую конвертировали в иностранную валюту? Ответ — и да и нет. Политика была слишком мягкой в том смысле, что при сформировавшихся на тот момент уровне процентных ставок и инфляции (ключевая ставка составляла 5,5%, таргетируемый уровень рыночных ставок ниже 6,5%, инфляция к концу 2013 г. — 6,5%), а также сложившемся валютном курсе было невыгодно вкладывать ресурсы в рублевые активы. Поэтому наблюдался массовый уход в активы в иностранной валюте, что вело к ослаблению рубля. ЦБ РФ препятствовал этому за счет своих интервенций, но одновременно был вынужден постоянно расширять предоставление ликвидности для удержания ставок на том же, довольно низком уровне. При этом не столько увеличивался общий

баланс ЦБ РФ или денежный агрегат M1, который характеризует рост предложения денег, сколько конвертировалась активная часть баланса ЦБ из валюты в кредиты под залог внутренних активов.

Таким образом, ответ на часто задаваемый вопрос — есть ли дефицит ликвидности в стране — состоит в следующем. Ликвидности предоставляется столько, сколько нужно для удержания ставок денежного рынка на целевом уровне. Но если одновременно проводятся активные продажи валюты или происходит изъятие ликвидности по другим каналам (например, Минфин удерживает на счете в ЦБ часть доходов бюджета; ликвидность перетекает из банковской системы в наличное обращение), то возможен дефицит обеспечения в рамках текущих инструментов. В таких случаях ЦБ должен реагировать на ситуацию, расширяя свои инструменты, то есть внедряя инструменты с более широким набором обеспечения. В крайних случаях допустимо использовать беззалоговые инструменты.

Из описанной выше схемы можно сделать еще один вывод: на валютный курс можно влиять не только интервенциями, но и процентными ставками. Повышение ставок делает активы в национальной валюте более привлекательными, а спекуляции против нее — невыгодными. Обратное тоже верно. В развитых странах, где население и бизнес, не связанный с импортными операциями, практически не следит и не реагирует на валютный курс из-за исторически низких инфляции и инфляционных ожиданий, центральные банки при формировании своей политики фактически не обращают внимания на валютный курс. В странах с формирующимся рынком центральные банки чаще реагируют на курс, так как для них это один из каналов контроля инфляции.

Учитывая опыт других стран, Центральный банк РФ сейчас постепенно переходит к плавающему валютному курсу. Это значит, что до 2015 г. будет отменен валютный коридор в его текущем виде, а интервенции станут проводиться реже. Но это не означает, что они совсем прекратятся. На резкие колебания курса, которые могут подорвать финансовую стабильность, нужно реагировать интервенциями. Именно так поступил Банк России в марте этого года, когда возникла угроза спиралевидного движения курса. И так он будет поступать и впредь, после перехода к инфляционному таргетированию.

### **Сейчас не время, или Еще раз про stagфляцию**

Критики политики инфляционного таргетирования обычно используют несколько аргументов. 1. До введения последних санкций часто утверждалось, что инфляция стабилизировалась и будет снижаться, поэтому такой проблемы нет, но есть проблема экономического роста. (Вариант этого аргумента: инфляция в России носит немонетарный характер.) 2. В текущих условиях инфляционное таргетирование несет много угроз, в том числе финансовой стабильности. 3. Инфляционное таргетирование, а точнее плавающий курс, вообще не применимо в России, поскольку ее экономика сырьевая.

Начнем с третьего аргумента. На самом деле именно потому, что у России сырьевая экономика, ей требуется инфляционное таргетирование. Сырьевые экономики делятся на две группы — с фиксированным курсом и с инфляционным таргетированием. Главный пример экономик первого типа — чисто сырьевые экономики стран Ближнего Востока. *Фиксированный курс* там поддерживается не только с помощью инструментов монетарной, но и путем проведения достаточно жесткой фискальной политики — в суверенные фонды изымается значительная часть нефтяной ренты. Так как для этих стран характерны небольшой размер, низкий уровень диверсификации и особый статус экономических и политических систем, то для них подобная схема может быть оптимальной. Казахстан, в котором сохраняется режим фиксированного курса, также относится к странам, где рента в значительной степени перечисляется в суверенный фонд. Однако в этой стране за последние пять лет дважды происходили резкие изменения валютного курса. В 2014 г. там была почти 20-процентная девальвация. В результате уровень долларизации депозитов в Казахстане выше, чем в России, хотя формально валютный курс менее волатильный.

В странах с развитой рыночной сырьевой экономикой, например в Австралии или Канаде, проводится политика *инфляционного таргетирования*. Низкая инфляция (в среднем на уровне других развитых стран) снимает проблему острой реакции населения и компаний на изменения валютного курса. При этом его колебания позволяют значительно уменьшить влияние изменения сырьевых цен на соответствующие экономики. Локальные издержки, выраженные в иностранной валюте, меняются в том же направлении, что и цены на конечную продукцию, что поддерживает конкурентоспособность, несмотря на колебания сырьевых цен.

Ответ на второй аргумент также простой. Инфляционное таргетирование не противоречит тому, что в случае угрозы финансовой нестабильности ЦБ должен выполнять роль кредитора последней инстанции или проводить валютные интервенции. И российский ЦБ намерен поступать именно так. Другое дело, что в текущей ситуации больше рисков связаны не с политикой финансовой стабильности, а с отходом от нее, а тем более с попытками при помощи денежно-кредитной политики стимулировать экономический рост.

Что касается немонетарного характера инфляции, то здесь ситуация не так однозначна. Есть два понятия — изменение инфляции, то есть уровня цен, и изменение относительных цен на разные компоненты индекса цен. Эти понятия взаимосвязаны, и в жизни не всегда можно определить, какой из них определяющий. Изменение цен на услуги ЖКХ, которое носит календарный характер (большинство изменений в последние годы происходило в июле), в соответствующий период, безусловно, ведет к росту общей инфляции. Но при расчете размеров повышения таких цен учитывается ее общий уровень. Иными словами, если бы инфляция была 15%, то цены на ЖКХ росли бы существенно быстрее, чем при инфляции 4%. Это относится и к непропорционально большому, чем в среднем, изменению цен на любые другие товары. Масштаб изменения все равно зависит от среднего уровня цен, то есть инфляции. С точки зрения ЦБ, разовыми изменениями относительных

цен при реализации денежно-кредитной политики можно пренебречь, но лишь до тех пор, пока они не ведут к изменению общих инфляционных ожиданий и так называемым вторичным эффектам на широкий круг цен. В любом случае наличие существенных колебаний относительных цен не отменяет необходимости таргетировать общий низкий уровень цен.

Еще недавно популярным был следующий аргумент: инфляция снижается, а если она растёт, то по немонетарным причинам, но есть проблема экономического роста. Действительно, в июне—июле наметилось замедление инфляции, хотя и не такое быстрое, как ожидалось. Однако важно понимать, что оно происходило в том числе и в результате политики ЦБ РФ. Если бы Банк России не повышал процентные ставки на протяжении последних месяцев, инфляция сейчас была бы выше 7,5% и скорее всего продолжала бы расти не только в связи с запретами на импорт продовольствия. Валютный курс если бы и стабилизировался, то на других уровнях. А проблема дефицита обеспечения и, возможно, кризиса ликвидности проявилась бы в полной мере, и ЦБ РФ рисковал утратить контроль над рыночными ставками. Другими словами, более мягкая монетарная политика могла бы создавать риски финансовой нестабильности.

Примерно то же самое произойдет, если ЦБ сейчас, решив, что цель достигнута, перестанет обращать внимание на инфляцию и начнет стимулировать экономический рост. В условиях низкой безработицы и высокой загрузки рабочей силы, то есть ее дефицита, а также недостаточно благоприятного бизнес-климата снижение ставок вряд ли окажет значимый стимулирующий эффект на инвестиции в реальную экономику. Даже если он и будет, то весьма краткосрочный, а в среднесрочной перспективе темпы роста останутся низкими.

Поскольку долговая нагрузка у многих компаний и так высока, необеспеченное потребительское кредитование достигло уровня насыщения, новые бизнесы создают редко, а интерес иностранных инвесторов к России снижается, низкие процентные ставки обусловят отток капитала. Причем на фоне санкций он скорее всего примет форму не вложений на валютные счета в российских и зарубежных банках, а перевода сбережений в наличную валюту. Это вызовет новый виток инфляционно-девальвационной спирали, которая, в свою очередь, чревата негативными последствиями для экономического роста и инвестиций. Это хорошо видно по результатам I квартала 2014 г. В условиях ослабления курса и роста инфляционных ожиданий инвестиции в основной капитал не росли, а, наоборот, резко сократились, несмотря на низкие процентные ставки. Можно лишь догадываться, что было тому причиной: рост неопределенности, желание получить легкий доход от вложений в валюту, удорожание импортных машин и оборудования или все эти факторы, вместе взятые.

Поскольку перечисленные в начале статьи тенденции свидетельствуют о структурном характере замедления роста, с которым можно бороться только с помощью структурных реформ, выбор сценариев на основе использования денежно-кредитной политики у России сейчас небольшой: это либо низкий рост и низкая инфляция, либо стагфляция, то есть низкий рост и высокая и растущая инфляция. Сценарий с высоким ростом и ограниченной инфляцией методами денежно-кредитной политики не реализуем.



Важно понимать, что геополитические сложности и санкции усиливают необходимость укреплять макроэкономическую стабильность и снижать инфляцию в среднесрочной перспективе до согласованных ранее уровней. Только в условиях низкой и стабильной инфляции российская финансовая система останется привлекательной для внутреннего инвестора и не будет сжиматься в связи с оттоком средств в наличную валюту. Следовательно, только стабильно низкая инфляция сможет обеспечить возможности для дальнейшего развития финансовой системы, а значит, и бизнеса в целом. Более того, макроэкономическая стабильность необходима для перехода на расчеты в рублях, поскольку расчеты в определенной валюте предполагают хранение средств в ней, и если она подвержена значительной инфляции, переход на расчеты в этой валюте существенно усложняется.

В текущей ситуации очень важна четкая средне- и долгосрочная макроэкономическая стратегия. Санкции и геополитическая напряженность в целом ведут к росту долгосрочных процентных ставок, которые уже и так выросли в связи с сокращением монетарного стимулирования в США. Компенсировать это влияние можно лишь при четком понимании рынком тренда к укреплению макроэкономической стабильности, контролю и постепенному снижению инфляции. Поэтому постоянный пересмотр целей контрпродуктивен. Наоборот, нужно последовательно проводить политику достижения заявленных среднесрочных ориентиров. Конечно, в условиях высокой волатильности и неопределенности достичь их сложнее и на это потребуются больше времени. Но это не значит, что надо отказываться от целей. Важно лишь постоянно корректировать тактику, учитывая новые прогнозы и оценки рисков.

Необходимо избегать шагов, которые могут дестабилизировать ситуацию. «Если ты начнешь флиртовать с инфляцией, она женит тебя на себе», — говорил О. Эмингер, бывший председатель Бундесбанка. Макроэкономическая стабильность и развитие финансовой системы относятся к числу важнейших достижений последних 15 лет российской истории. Нельзя допустить, чтобы они были утрачены.

---

## **On the Opportunities, Targets and Mechanisms of Monetary Policy under the Current Conditions**

*Ksenia Yudaeva*

*Author affiliation:* Bank of Russia (Moscow, Russia).

The paper describes the operational mechanism of monetary policy of the Central Bank of Russian Federation under the inflation targeting regime. Special focus is made on interconnections between interest rates as operational targets, liquidity and foreign exchange interventions. The paper also discusses how monetary policy goals can be formulated in the current environment.

*Keywords:* Russia, central bank, monetary policy, inflation targeting.

*JEL:* E52.