

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

№ 3 июнь 2011 Москва

Главный редактор Владимир Май

Редакционная коллегия

Абел Аганбегян, Кристилина Георгиева,
Елена Карпухина, Вадим Новиков,
Александр Радыгин, Сергей Синельников–
Мурылев (заместитель главного редактора),
Владимир Фаминский (заместитель главного
редактора), Ксения Юдаева.

Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте РФ
и Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара

Издается при поддержке Всемирного Банка

Оікономіа • Політика

ОΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ:

Франсуа БУРГИНЬОН
Андрей ВОЛКОВ
Евгений ГАВРИЛЕНКОВ
Алан ГЕЛБ
Герман ГРЕФ
Марек ДОМБРОВСКИЙ
Владимир ДРЕБЕНЦОВ
Александр ДЫНКИН
Леонид ЕВЕНКО
Александр ЖУКОВ
Михаил ЗАДОРНОВ
Татьяна ЗАСЛАВСКАЯ
Сергей КАРАГАНОВ
Михаил КОПЕЙКИН
Алексей КУДРИН
Энн КРЮГЕР
Джон ЛИТВАК
Елена ЛОБАНОВА
Аугусто ЛОПЕЗ–КЛАРОС
Прадип МИТРА
Сергей МЯСОЕДОВ
Рустем НУРЕЕВ
Александр РОМАНОВ
Сергей СТЕПАШИН
Алексей УЛЮКАЕВ
Александр ХЛОПОНИН
Теодор ШАНИН
Андрей ШАСТИТКО
Сергей ШАТАЛОВ
Игорь ШУВАЛОВ
Револьд ЭНТОВ
Евгений ЯСИН

Спонсорская поддержка оказана компанией ВР



СОДЕРЖАНИЕ

Гайдаровский форум 2011

Игорь ШУВАЛОВ	
Экономический рост: новые вызовы	5
Лешек БАЛЬЦЕРОВИЧ	
Факторы долгосрочного экономического роста	16
Алексей УЛЮКАЕВ	
Изменения в политике Центрального банка РФ	19
Ирина СТАРОДУБРОВСКАЯ	
Неэффективные социальные расходы в контексте пространственной политики	25

Всемирный банк: исследования и оценки

Представительство Всемирного банка в России	
Доклад об экономике России № 24 (продолжение реформ в условиях высоких нефтяных доходов)	30

Экономическая политика

П р а к т и к а

Антон СИЛУАНОВ	
Анализ возможностей совершенствования механизма «отрицательного трансферта» в России	70

Т е о р и я

Сергей АЛЕКСАШЕНКО, Максим ПЕТРОНЕВИЧ	
Проблемы и вызовы денежной политики в России	81

И с т о р и я

Борис МИРОНОВ	
Отмена крепостного права как пример образцовой российской реформы (окончание)	93

Классика экономической науки

Джозеф Ю. СТИГЛИЦ	
Этика, экономические советы и экономическая политика (окончание)	107

Экономическая политика и этика

Станислав ИВАШКОВСКИЙ	
Экономика и этика: история непростых взаимоотношений	114
Мэтт ЗВОЛИНСКИ	
Потогонная система труда, выбор и эксплуатация	142

Антимонопольная политика

Андрей ШАСТИТКО	
Экономико-правовые аспекты коллективного доминирования	167

Аналитика и прогноз

Константин ГРАСМИК	
Инновации в России: факторы, масштабы, прогноз	191

Аннотации к статьям номера	205
----------------------------	------------

C O N T E N T S

Gaidar's Forum 2011

Igor SHUVALOV Economic Growth: New Challenges	5
Leszek BALCEROWICZ Factors for Sustainable Economic Growth	16
Alexey ULYUKAYEV Changes in Policy of the Central Bank of Russia	19
Irina STARODUBROVSKAYA Inefficient Social Spending in the Context of Spatial Policy	25

World Bank: Research and Evaluation

The World Bank in Russia Russian Economic Report No 24 (<i>Sustaining Reforms under the Oil Windfall</i>)	30
---	-----------

Economic policy

P r a c t i c e

Anton SILUANOV Analysis of Opportunities for Improving the Mechanism of «Negative Transfer» In Russia	70
---	-----------

T h e o r y

Sergey ALEKSASHENKO, Maxim PETRONEVICH Problems and Challenges of Monetary Policy in Russia	81
--	-----------

H i s t o r y

Boris MIRONOV The Abolition of Serfdom as a Perfect Example of a Model of Russian Reform (<i>The Ending</i>)	93
--	-----------

Classics of Economics

Joseph E. STIGLITZ Ethics, Economic Advice and Economic Policy (<i>The Ending</i>)	107
---	------------

Economic Policy and Ethics

Stanislav IVASHKOVSKY Economics and Ethics: The Story of Uneasy Relationship	114
Matt ZVOLINSKI Sweatshops, Choice and Exploitation	142

Antitrust policy

Andrey SHASTITKO Economic and Legal Aspects of Collective Dominance	167
--	------------

Analytics and forecast

Constantine GRASMIK Innovation in Russia: Factors, Scale, Forecast	191
---	------------

Abstracts	205
------------------	------------

ПРОБЛЕМЫ И ВЫЗОВЫ ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ*

Сергей АЛЕКСАШЕНКО

кандидат экономических наук,
директор по макроэкономическим
исследованиям НИУ—ВШЭ

Максим ПЕТРОНЕВИЧ

старший научный сотрудник
Института «Центр развития» НИУ—ВШЭ

Оικονομία • Πολιτικά

OIKONOMIA • POLITIKA

Т е о р и я

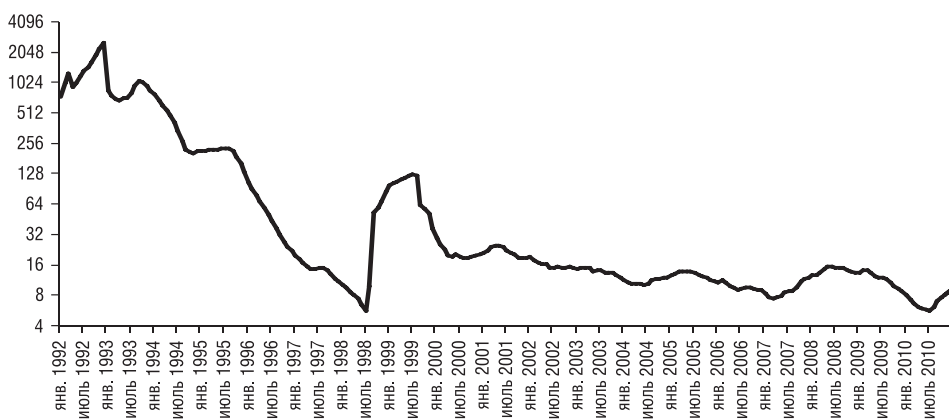
Прошло практически двадцать лет с того момента, когда Россия начала движение от командной экономики, основанной на централизованном распределении товаров и централизованном же установлении цен на них. Однако в отличие от стран Восточной Европы Россия до настоящего времени не может похвастаться серьезными успехами в борьбе с инфляцией — в конце I квартала 2011 года она составляла чуть менее 10% годовых. В целом за прошедшие двадцать лет в истории российской экономики было всего два эпизода, когда инфляция опускалась ниже этого уровня, который в современной экономике считается недопустимо высоким.

Борьба с инфляцией является главной задачей любого центрального банка, для чего у него есть определенные законом и/или традициями возможности и инструменты. Есть они и у Банка России; более того, набор этих инструментов не принципиально отличается от имеющихся в распоряжении центральных банков других стран. Однако достичь желаемого и устойчиво снизить инфляцию до уровня ниже 5% годовых Банку России не удастся. Для того чтобы ответить на вопрос о причинах этого, нужно постараться понять, чем российская денежная политика отличается от той, что проводится в других — развитых и развивающихся — странах.

1. Трудности перехода: 1991—1993 годы

Начнем с истории. Когда в конце 1991 года Советский Союз прекра-

* Данная статья подготовлена по заказу журнала VICE (Boletín de Información Comercial Española), где запланирована к публикации в майском номере 2011 года.



Источник: Банк России.

Рис. 1. Инфляция в России (12-месячная скользящая), 1993–2010 годы

тил свое существование как единое государство, вместе с ним исчезли все те механизмы и конструкции, на которых держалась командная экономика. На протяжении как минимум шестидесяти лет своего существования советская экономика не использовала рыночных механизмов балансировки спроса и предложения путем изменения цен и объемов производства. Командная экономика строилась на определении планов производства и распределении продукции в натуральном выражении при централизованном установлении цен, которые менялись крайне редко. Деньги в такой системе использовались главным образом как учетный инструмент, поскольку государство в плановом порядке определяло, сколько прибыли то или иное предприятие может получить и на какие цели имеет право ее потратить. В случае недостатка собственных финансовых ресурсов предприятия могли обращаться за поддержкой к государственным органам. Это приводило к тому, что в СССР не менее 15% предприятий были убыточными на протяжении многих лет. Существовал даже специальный термин — «планово-убыточная деятельность».

Естественно, что Госбанк СССР не являлся в полной мере центральным банком — более того, основные параметры денежной и валютной политики для него определялись Госпланом СССР в рамках общих планов развития экономики. Госбанк СССР отвечал за ведение текущих счетов предприятий, за краткосрочное кредитование, а также за осуществление контроля за целевым использованием предприятиями денежных средств. Для финансирования инвестиций существовала отдельная организация — Стройбанк СССР, которая помимо контроля за строительными сметами и целевым использованием средств осуществляла финансирование инвестиций за счет централизованных финансовых ресурсов, плановое кредитование инвестиционного процесса.

Очевидно, что такая система, несмотря на то, что она целиком и полностью удовлетворяла нужды командной экономики, ни в какой своей составляющей не могла использоваться в рыночной экономике. Более того, поскольку дезинтеграционные процессы в России в 1991 году развивались весьма стремительно, а крушение СССР произошло (в историческом смысле слова) единомоментно, то у российских реформаторов даже не было времени для разработки каких-либо переходных механизмов управления денежной политикой.

Традиционными каналами регулирования денежного предложения центральными банками являются: (1) операции по покупке/продаже государственных ценных бумаг, (2) операции по кредитованию банков, (3) операции по покупке/продаже иностранной валюты. Из всех каналов регулирования Банку России в начале реформ был доступен только один — операции по покупке/продаже валюты. Во-первых, к 1992 году в СССР/России не было рынка государственных ценных бумаг, так что Банк России не имел возможности осуществления операций с ними. Во-вторых, возникшие в России в стихийном порядке более полутора тысяч банков в 1992—1993 годы оказались фактически вне банковского надзора, поскольку в Госбанке СССР такой функции не было вообще, а в Банке России соответствующие подразделения начали создаваться только в середине 1992 года. В этой ситуации Банк России не мог кредитовать банковскую систему, так как не мог регулировать и ограничивать риски банковской системы и отдельных банков. Поскольку к моменту развала СССР валютные резервы страны были практически равны нулю, то для их восстановления с января 1992 года в России было введено правило обязательной продажи 50% валютной выручки и, следовательно, приобретение иностранной валюты стало одним из каналов наращивания денежного предложения. Но, как оказалось впоследствии, не главным...

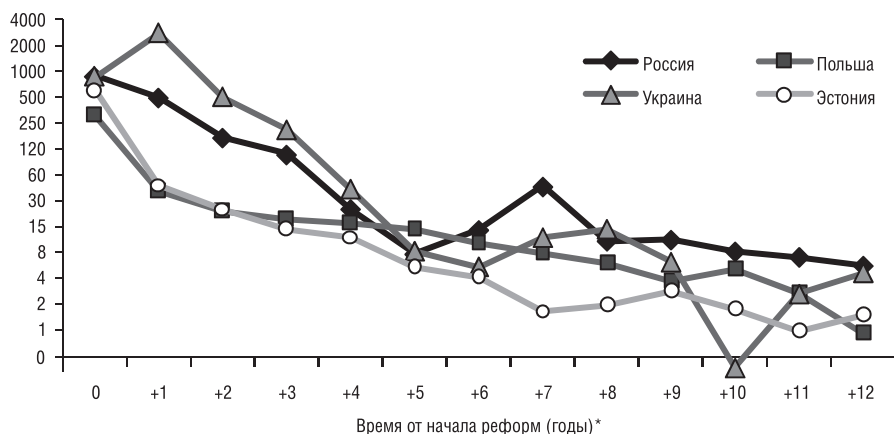
В течение 1991 года был утрачен какой-либо контроль за бюджетом СССР и входивших в него республик — по оценкам¹, дефицит консолидированного бюджета СССР составлял около 50% ВВП. Во-многом это определило тот колоссальный всплеск инфляции в России в начале 1992 года при либерализации розничных цен — 245% в январе, 38% в феврале, 29% в марте.

В принципе, стартовый всплеск инфляции после либерализации цен не являлся чем-то особенным, многие страны Восточной Европы вынуждены были идти на это, поскольку накопленное неравновесие было слишком велико, а время на постепенное достижение сбалансированности было упущено². Шоковая либерализация цен всегда увеличивала их в разы, а время для стабилизации инфляции (для снижения до уровня 10% и ниже) порой исчислялось годами. Однако страны, которым в этот момент удавалось реализовать программы макроэкономической стабилизации, опирались на бездефицитный бюджет и жесткий контроль за денежной политикой, добивались снижения инфляции сравнительно быстро (6—10 месяцев). К ним относятся, например, Польша и страны Балтии. Другие страны по разным причинам не смогли пойти на жесткие меры и вынуждены были жить в условиях высокой инфляции еще длительное время (Болгария, Румыния, Украина) — у них время достижения ценовой стабильности составило 6—8 лет. Но даже на фоне этих стран показатели инфляции в России в первой половине 1990-х годов являются чрезвычайно высокими: в 1992—1993 годах по итогам 13 месяцев темпы инфляции устойчиво превышали 20% в месяц. В 1992—1994 годах по итогам лишь восьми месяцев инфляция опускалась ниже отметки 10% в месяц.

Очевидной причиной столь высокой инфляции стала чрезвычайно мягкая денежная и бюджетная политика в эти годы. Дефицит федерального бюджета в 1993—1994 годах составлял 7—10% ВВП (в 1992 году — 5% ВВП)

¹ *Александров С.* Жесткая финансовая политика в России: первые попытки и первые результаты // Вопросы экономики. 1992. № 12. С. 41—53.

² В наилучшей степени к либерализации цен из стран Восточной Европы подготовились Чехословакия и Венгрия, где элементы рыночного ценообразования использовались с конца 1960-х годов.



* Начало реформ: Польша — 1990 год, остальные страны — 1992 год.

Источники: центральные банки России, Польши, Украины и Эстонии.

Рис. 2. Снижение темпов инфляции в России, Украине, Эстонии, Польше (% в год)

и практически целиком финансировался за счет прямых кредитов Банка России либо за счет продажи Минфином Банку России драгоценных металлов и драгоценных камней³. Начиная с середины 1992 года и до осени 1994 года Банк России осуществлял прямое (без участия коммерческих банков) кредитование различных предприятий по процентным ставкам, которые были существенно ниже уровня инфляции, то есть отрицательными в реальном выражении. Не стоит удивляться, что основная масса таких кредитов не была возвращена. Однако, если с такими проблемами сталкивались и другие страны с переходной экономикой, то проблема использования одной валюты двенадцатью независимыми государствами⁴ была достаточно уникальной в мировой истории.

Стремительный распад СССР не дал времени создать не только переходные механизмы: двенадцать независимых стран вошли в 1992 год, используя общую валюту, но не имея каких-либо договоренностей о правилах регулирования рублевого пространства. Поскольку каждый центральный банк самостоятельно определял свою денежную политику, а ее последствия распределялись по всей рублевой зоне, то вскоре все центральные банки на постсоветском пространстве поняли, что в такой ситуации самой рациональной политикой является максимально интенсивная денежная эмиссия. Во второй половине 1992 года Банк России смог изолировать денежные расчеты внутри России от расчетов внутри других стран, использовавших общую валюту, но еще год продолжал щедро кредитовать центральные банки соседних государств, которые использовали те же самые наличные деньги, что и Россия. Эта страница истории была полностью перевернута только в августе 1993 года, когда Россия перешла на собственные наличные деньги, полностью исключив хождение советских рублей в результате денежной реформы. Для остальных постсоветских государств это стало решающим толчком к введению собственных национальных валют.

³ Рынок государственных заимствований начал формироваться в России только в мае 1993 года.

⁴ Страны Балтии ввели национальные валюты вскоре после получения независимости, однако все наличные советские рубли были использованы населением и предприятиями на покупку товаров в России.

2. Инфляционное «похмелье»: 1994–1998 годы

Сохранение сверхвысокой инфляции на протяжении нескольких лет породило в российской экономике острейшую проблему — низкий спрос на деньги, — которая стала одной из наиболее серьезных для Банка России в 1990-е годы, а некоторые ее проявления можно наблюдать и сегодня. В любой экономике денежные средства необходимы экономическим агентам для обслуживания коммерческих отношений между ними. Чем более развита экономика, чем больше ее экономический потенциал, чем больше развиты финансовые рынки и рынки банковских услуг, тем больше спрос на денежные средства, которые эмитируют центральные банки.

Но в условиях высокой инфляции возникает обратный процесс — спрос на деньги уменьшается в силу того, что покупательная способность денежных единиц стремительно падает и хранение остатков денежных средств на счетах приводит к потерям. В этой ситуации все экономические агенты стремятся как можно быстрее избавиться от денежных средств, обменяв их на товары, иностранную валюту или ценные бумаги, — в результате возрастает скорость обращения денег, образуется относительный избыток денежных средств, что еще сильнее раскручивает инфляционно-девальвационную спираль. Переломить эту ситуацию в России удалось только после 1995 года.

Последствия этого в России проявились в том, что начала формироваться бартерная экономика, основанная на товарообменных, а не на торговых операциях, — экономика, функционирование которой не требует «живых» денег. Когда же стало очевидным, что государство не «настаивает» на уплате налогов в случаях реализации продукции не за деньги, то спрос на деньги и платежная дисциплина стали катастрофически падать. В практику вошли не только бартерные операции, но и использование всевозможных суррогатов для оформления зачетов взаимных требований (векселя, долговые расписки); самым активным образом в эмиссию таких суррогатов включились федеральные и региональные власти.

Толчком к началу реализации новой попытки макроэкономической стабилизации в России стал «черный вторник» — 9 октября 1994 года, — когда российский рубль девальвировался в течение одного дня на 25%. Это стало сильным шоком для российских властей, и они согласились на резкие изменения, в первую очередь в бюджетной политике. С 1995 года было прекращено кредитование федерального бюджета Банком России, а резко сокращенный бюджетный дефицит стал финансироваться за счет размещения

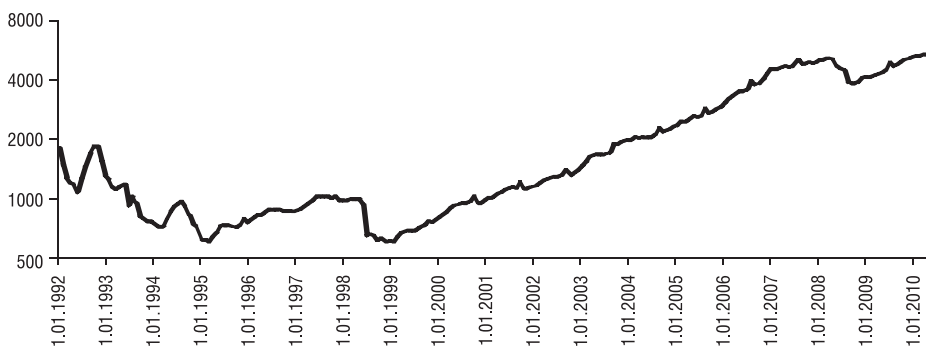


Рис. 3. Спрос на деньги (M2) в реальном выражении (дефлировано индексом потребительских цен) в России, 1992–2010 годы (логарифмическая шкала)

государственных ценных бумаг на внутреннем финансовом рынке, а также за счет кредитов МВФ и Мирового банка. Такая политика быстро принесла положительные результаты: если в январе 1995 года инфляция достигала 17,8%, то в декабре того же года снизилась до 3,2%; годовая инфляция в 1996 году составила 21,8%, а в 1997 году — 11%.

В это время Банк России смог перестроить свою политику регулирования денежного предложения, которое в 1996 — первой половине 1997 года примерно на 55% обеспечивалось покупкой/продажей Банком России иностранной валюты, а на оставшиеся 45% — операциями Банка России на открытом рынке.

Вместе с тем в это время для Банка России стали очевидными серьезные проблемы в реализации денежной политики. Во-первых, сдержанная, временами жесткая денежная политика не сопровождалась адекватным изменением фискальной политики. Российские власти не смогли наладить необходимые механизмы налогового администрирования, и поступления в бюджет оказывались значительно меньше плановых. Этому способствовали президентские выборы 1996 года, когда существовал реальный шанс прихода к власти просоветски настроенного президента-коммуниста. В той ситуации российские власти пошли на ослабление налоговой дисциплины и стали всё в большей степени финансировать расходы бюджета за счет размещения новых публичных займов. Во-вторых, размещение государственных заимствований в условиях высокой, но быстро снижавшейся инфляции неизбежно толкало правительство к размещению коротких выпусков. С одной стороны, это позволяло экономить на процентных расходах, но, с другой стороны, такая политика создавала крайне напряженный график погашения займов в 1997—1998 годы. В-третьих, успехи России в подавлении инфляции и чрезвычайно высокие уровни реальных процентных ставок по государственным заимствованиям стали вскоре привлекать иностранных инвесторов, которые к тому же получали неявную гарантию валютной доходности своих вложений⁵.

Эти проблемы стали постепенно обостряться с середины 1997 года — по мере развития финансового кризиса сначала в Чехии, а потом в Таиланде. Начался отток капитала из России, который финансировался за счет продажи нерезидентами государственных облигаций. Этот процесс резко интенсифицировался в ноябре 1997 года, после начала кризиса в Индонезии и Южной Корее. Уход нерезидентов из России резко обострил проблемы российского бюджета — занимать деньги на рынке становилось все труднее, процентные ставки росли при снижающейся инфляции, что делало положение Минфина все более тяжелым.

Хотя в начале 1998 года ослабление остроты кризиса в Южной Корее привело к стабилизации российского финансового рынка, это спокойствие оказалось кратковременным. С весны 1998 года мировые цены на нефть начали быстро падать, что привело к резкому сжатию сальдо текущих операций платежного баланса России⁶ и к сокращению налоговых поступлений в бюджет⁷. В дополнение ко всему в конце марта 1998 года президент

⁵ В августе 1995 года Правительство РФ и Банк России объявили о введении политики «валютного коридора», когда были установлены верхняя и нижняя границы возможных изменений курса рубля к доллару.

⁶ В то время доля нефти, нефтепродуктов и газа составляла 40% товарного экспорта. С учетом экспорта металлов, цены на которые сильно коррелированы с ценами на нефть, доля сырья в российском экспорте достигала 70%.

⁷ С 1992 года в России существует экспортная пошлина на нефть, которая до настоящего времени является одним из наиболее крупных доходных источников федерального бюджета.

Б. Ельцин отправил в отставку правительство, что усугубило политический кризис в стране. Новое правительство не смогло получить кредит доверия от иностранных инвесторов, которые начали активно продавать государственные облигации и уходить из России. Столкнувшись с невозможностью рефинансирования государственного долга, в августе 1998 года российское правительство объявило о суверенном дефолте по внутреннему и по внешнему долгу. К тому времени валютные резервы Банка России снизились до критически низкого уровня (около 12 млрд долл.), в связи с чем было принято решение прекратить проведение политики «валютного коридора» и разрешить свободное плавание рубля.

3. Начало фазы роста: 1999—2003 годы

Тяжелейший финансовый кризис привел к оздоровлению государственных финансов. Хотя в первые месяцы после дефолта Минфин использовал монетарное финансирование дефицита бюджета, к лету 1999 года такая практика прекратилась. Поскольку рынок государственного долга в это время находился в фактически замороженном состоянии, то возможности Банка России по проведению операций на открытом рынке были крайне ограничены. В такой ситуации для Банка России снова остался доступным лишь один канал управления рублевой ликвидностью — операции с иностранной валютой⁸.

В результате с начала 2000-х и до осени 2008 года в России сформировался своеобразный режим денежной политики, который можно назвать «*currency board* с плавающим курсом рубля» — весь прирост рублевой ликвидности обеспечивался исключительно за счет приобретения Банком России иностранной валюты. Минфин выступал в роли «стерилизатора», аккумулируя избыточные доходы в резервных фондах, а банковская система обращалась в Банк России за кредитами в крайне незначительных размерах, при этом зачастую размещая существенные остатки денежных средств на депозитных счетах в Банке России или приобретая облигации Банка России. В значительной мере возможность перехода к такому режиму денежной политики была связана с начавшимся в середине 2000 года повышением мировых цен на нефть, ростом стоимости российского экспорта и укреплением счета текущих операций.

Денежная политика, основанная на принципах *currency board*, достаточно широко используется в мире и зачастую приводит к положительным результатам при реализации программ макроэкономической стабилизации. Одним из важных условий успешности такой политики является ее официальное закрепление в законодательных актах. Но режим *currency board* имеет определенные недостатки. Так, он неустойчиво работает в странах с монотоварным экспортом, особенно в условиях резко меняющихся цен, в странах, испытывающих мощный приток капитала, и в периоды резких негативных внешних шоков. В случае неспособности денежных властей справиться с возникающими проблемами ситуация в денежной сфере выходит из-под контроля, что в зависимости от ситуации проявляется либо в быстром повышении инфляции и в реальном росте курса национальной валюты, либо в отказе от режима *currency board* и в девальвации национальной валюты.

⁸ После кризиса 1998 года ряд крупных российских банков обанкротился, а те, что устояли в период кризиса, не обладали активами, которые могли бы предложить Банку России в качестве залога для получения кредитов.

4. В поисках новых принципов: 2004 год — настоящее время

Все эти проблемы так или иначе проявились в России. Следует начать с того, что режим *currency board* никогда официально не объявлялся; на протяжении всего межкризисного периода Банк России так и не смог окончательно определиться с принципами и целями своей денежно-курсовой политики — контролировать обменный курс или инфляцию, — что, на наш взгляд, отчетливо проявилось в период кризиса 2008—2009 годов. Эта дилемма усугублялась тем, что, хотя темпы роста российского импорта были чрезвычайно высокими (около 30% в год) в период 2000—2007 годов, он не мог перевесить быстрого увеличения экспортной выручки (вследствие повышения мировых цен на сырье). Однако если Минфину удавалось относительно успешно осуществлять стерилизацию растущей экспортной выручки, то перед фактом резкого притока иностранного капитала Банк России оказался безоружным. За 2005—2007 годы, когда сальдо торгового баланса было относительно стабильным и составляло 118—130 млрд долл., чистый приток частного иностранного капитала увеличился с 2 до 81 млрд долл.

В результате Банк России утратил контроль над динамикой денежного предложения. В ситуации мощного притока иностранной валюты перед денежными властями стран, не использующими фиксированный курс национальной валюты, стоит нелегкий выбор: либо добиваться балансирования спроса и предложения на валюту путем резкого укрепления национальной валюты, либо одновременно с проведением политики контролируемого курсообразования принимать дополнительные, порой жесткие меры для борьбы с инфляционным давлением.

Этот выбор не сделан Банком России до настоящего времени, а его положение осложняется тем, что российский экспорт в значительной мере зависит от конъюнктуры мировых цен на нефть — доля товаров, цены на которые прямо связаны с ценами на нефть (сырая нефть, нефтепродукты, газ), до кризиса превышала 60% в общем объеме российского экспорта. Это означает, что сильное движение нефтяных цен в ту или иную сторону может приводить к радикальному изменению состояния счета текущих операций. Кроме того, многие иностранные финансовые инвесторы искренне убеждены в том, что если цена на нефть растет, то состояние российской экономики улучшается, и наоборот. В результате зачастую рост цен на нефть в России сопровождается притоком спекулятивного финансового капитала, а падение нефтяных цен — оттоком капитала⁹.

В предкризисный период (2004—2007 годы) Банк России пытался проводить политику, в которой сочетались бы постепенное реальное и номинальное укрепление рубля и определенные действия по изъятию избыточной рублевой

⁹ Ряд экспертов считают, что Россия ошибочно пошла на либерализацию движения капитала с середины 2006 года. При этом они забывают, что Россия так и не смогла создать действующую систему валютного регулирования после развала советской модели централизации валютных средств в руках государства (при которой система валютного регулирования просто не нужна). Быстрое становление достаточно крупных (по меркам стран с развивающимися экономиками) финансовых рынков (фондового и рынка ГКО-ОФЗ) и отсутствие ограничений на деятельность банков с иностранным капиталом привело к тому, что российским властям нужно было создавать систему валютного регулирования в постоянном противодействии с современной финансовой инженерией. Так, например, еще в конце 1995 года при наличии в законе прямого запрета на приобретение иностранцами государственных долговых обязательств более 10% объема рынка ГКО-ОФЗ находилось в их собственности через посредничество банков с иностранным капиталом.

ликвидности¹⁰. С одной стороны, это было понятно: для достижения сбалансированности счета текущих операций при ценах на нефть, которые росли на 30—50% в год, укрепление рубля должно было быть очень резким. Однако, с другой стороны, как это часто бывает, половинчатая денежно-курсовая политика не позволила добиться ни одной из возможных целей.

Недостаточно жесткие меры по борьбе с инфляцией привели к тому, что темпы роста цен в России устойчиво превышали 10% в год, что является разрушительным для современной экономики, а кроме того, заставляло Банк России и коммерческие банки удерживать процентные ставки на гораздо более высоком номинальном уровне, чем в других странах. Последний фактор обуславливал то, что вложения в российские долговые инструменты становились все более привлекательными для внешних инвесторов вследствие сложившегося положительного дифференциала процентных ставок и наличия неформальных гарантий укрепления рубля в условиях растущих нефтяных цен со стороны Банка России. В результате были созданы сильные стимулы для притока финансового капитала в страну, который усиливал давление нефтяных цен на валютном рынке и таким образом еще сильнее толкал рубль вверх.

Укрепление реального и номинального курса рубля в предкризисный период приводило, помимо вышесказанного, также и к быстрому снижению относительной конкурентоспособности российской продукции на внутреннем рынке, особенно по отношению к товарам, производившимся в странах, валюты которых были ориентированы на доллар США (Китай, страны Юго-Восточной Азии) и соответственно ослабевали вместе с долларом по отношению и к евро, и к российскому рублю.

Отсутствие четкой определенности с целями денежной политики, высокие валютные риски, принятые на себя российской банковской системой, и очевидные проявления перегрева в экономике значительно затруднили Банку России выбор инструментария для действий в период кризиса и, очевидно, сильно увеличили объем ресурсов, которые потребовалось использовать для преодоления кризисных явлений.

Практически полная остановка мирового и российского финансового рынка в середине сентября 2008 года после объявления о банкротстве банка *Lehman Brothers* привела к неисполнению рядом российских банков своих обязательств по расчетам на биржевых площадках. Однако в целом в это время российская платежная система не испытывала недостатка ликвидности, о чем свидетельствуют нормальное количество и объемы платежей, проходивших через платежную систему Банка России во второй половине сентября — октябре 2008 года.

Тем не менее российские банки создали сильное информационное давление на Банк России и правительство, вынудив их пойти на интенсивное предоставление дополнительной ликвидности (снижение уровня обязательных резервов и размещение депозитов Минфина). Вероятно, именно по этой причине, а может быть, из-за того, что расчетный кризис на ММВБ был преодолен в «ручном режиме», ставки московского межбанковского кредитного рынка, хотя и выросли по однодневным кредитам с 4—5 до 10%, продержались на этом уровне всего два дня, после чего снизились до докризисных значений.

¹⁰ Через депозитные операции, размещение облигаций Банка России, а с 2005 года с активным участием Минфина, формировавшего резервные фонды за счет сверхдоходов бюджета, связанных с конъюнктурой нефтяных цен.

В тот же момент на российском валютном рынке сформировался чрезвычайно большой дисбаланс в пользу спроса на валюту. В качестве причин можно выделить следующие:

- вторая половина сентября является традиционным сезоном превышения спроса на валюту над ее предложением на валютном рынке;
- снижение мировых цен на сырьевые товары (в первую очередь на нефть) привело к снижению притока валюты в Россию;
- закрытие мирового финансового рынка сделало невозможным для российских банков и корпораций рефинансирование внешней задолженности, по которой наступил срок погашения. Более того, падение фондовых рынков привело к тому, что многие российские заемщики столкнулись с необходимостью досрочного погашения полученных кредитов, как иностранных, так и внутренних, но номинированных в валюте;
- развитие мирового кризиса резко повысило спрос инвесторов на наименее рискованные активы, к которым традиционно относился доллар США, чей курс по отношению к другим валютам начал быстро расти. В силу этого, а также из-за особенностей привязки курса рубля к бивалютной корзине курс рубля к доллару начал быстро снижаться, даже при стабильной стоимости бивалютной корзины.

В такой ситуации Банк России принял решение об удержании стабильного курса рубля и об отказе от введения ограничений на объемы продаваемой им валюты, что соответствовало принципам валютной либерализации. Однако одновременно с этим Банк России решил предоставить банковской системе практически неограниченный доступ к своим кредитным ресурсам, заодно сильно удлинив сроки предоставления своих кредитов. Сочетание этих двух решений привело к тому, что банки направили практически все получаемые рублевые ресурсы на приобретение иностранной валюты — частично для того, чтобы гасить внешние долги, как свои, так и клиентские, но главным образом для закрытия своей валютной позиции. Эти операции становились все более привлекательными для банков, поскольку руководство Банка России решило не повышать уровень процентных ставок. Это, по всей вероятности, объяснялось желанием не ужесточать денежную политику, что, по его мнению, могло спровоцировать усиление экономического спада. В результате валютные резервы Банка России стали быстро сокращаться.

Быстрое снижение цен на нефть во второй половине 2008 года неизбежно уменьшало сальдо счета текущих операций, и в конце октября — в начале ноября перед Банком России встал реальный выбор курсовой политики: объявить о стабильности курса национальной валюты и продолжать расходовать валютные резервы на ее поддержание либо согласиться на снижение курса рубля. Отметим, что любой из этих вариантов имел право на реализацию, однако предпосылкой успеха было резкое сокращение объема предоставляемой банкам рублевой ликвидности. Выбор решения был затруднен политическими факторами, которые неизбежно выливались в противоречивые заявления высокопоставленных чиновников относительно будущего рубля, что в конечном счете создало высочайшие девальвационные ожидания в бизнес-сообществе и среди частных вкладчиков и резко повысило спрос на валюту внутри страны. В начале января 2009 года денежным властям пришлось отпустить рубль практически в свободное падение, которое завершилось в начале февраля — сразу после того, как Банк России прекратил предоставление ликвидности банковской системе.

В конечном счете получилось так, что Банку России не удалось применить традиционную для периодов экономического спада стимулирующую

денежную политику, поскольку вся предоставляемая им банковской системе рублевая ликвидность уходила на приобретение иностранной валюты. Более того, Банк России хотя и не очень сильно, но повышал уровень своих процентных ставок, что уменьшало доступность кредита для реального сектора экономики¹¹.

Начавшееся с весны 2009 года повышение мировых цен на нефть, а затем и постепенное восстановление мировой экономики и спроса на сырье значительно облегчили задачи, стоявшие перед российскими денежными властями во второй половине 2009 и в 2010 году. Во-первых, существенная девальвация рубля и уменьшение банковского кредитования сократили импорт в Россию и улучшили состояние счета текущих операций. Во-вторых, последовавшее вслед за прекращением кредитования Банком России банковской системы массированное повышение ставок по банковским депозитам, с помощью которых банки рассчитывали решить свои проблемы с ликвидностью, резко повысило склонность населения к сбережениям и позволило банкам к осени 2009 года в основном заместить на своих балансах кредиты Банка России частными вкладами. В-третьих, начавшееся с весны 2009 года использование правительством средств Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета создало необходимый для экономики приток рублевой ликвидности, на фоне которой Банк России мог безболезненно свернуть свои активные операции.

С завершением кризиса и началом восстановления российской экономики возобновились дискуссии относительно будущего денежной политики Банка России. С одной стороны, быстрое посткризисное восстановление мировых цен на нефть с минимальных уровней, зафиксированных в январе 2009 года, и резкое падение российского импорта в период кризиса привели к формированию значительного положительного сальдо счета текущих операций и соответственно — к мощному притоку иностранной валюты. Получение банковской системой рублевой ликвидности от продажи иностранной валюты и активное привлечение вкладов населения после кризиса позволили банкам вернуть Банку России все полученные в период кризиса кредиты. И в целом можно говорить о восстановлении квазирежима *currency board* в России к началу 2011 года.

Одновременно с окончанием кризиса Банк России заявил о своем намерении проводить более последовательную антиинфляционную политику и начать переход к политике инфляционного таргетирования¹². Эта политика устанавливает для денежных властей приоритет достижения целей по уровню инфляции, что предполагает переход к плавающему курсу национальной валюты. Однако переход к свободному плаванию рубля вызывает множество вопросов, которые связаны с тем, что высокая волатильность нефтяных цен неизбежно будет приводить к волатильности сальдо текущих операций платежного баланса¹³. В такой ситуации любое колебание нефтяных котировок будет трансформироваться в изменение курса рубля. Рост нефтяных цен

¹¹ Более подробно см.: *Алексашенко С.В., Миронов В.В., Мирошниченко Д.В.* Российский кризис и антикризисный пакет: цели, масштабы, эффективность // Вопросы экономики. 2011. № 2.

¹² Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов / Центральный банк Российской Федерации. [www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2011\(2012-2013\).pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2011(2012-2013).pdf).

¹³ Анализ возникающих проблем изложен в: *Петроневиц М.В.* Нужен ли России свободный рубль? (влияние политики свободного курса на волатильность рубля) // Экономическая политика. 2010. № 4. С. 82—91.

и сопутствующее ему укрепление рубля будут приводить к притоку спекулятивного капитала, росту импорта и перегреву экономики, в то время как снижение нефтяных цен — к падению курса рубля, снижению импорта и, следовательно, уровня жизни российского населения. Принимая во внимание тот факт, что российская экономика в значительной степени зависит от нефтяной конъюнктуры, непосредственно влияющей на доходы бюджета, усиление такой зависимости за счет роста колебаний курса национальной валюты вряд ли окажет благоприятное воздействие на российскую экономику.

5. Подводя итоги

К весне 2011 года Банк России в значительной мере вновь столкнулся с теми же проблемами, что и в предкризисный период: как обеспечить подавление инфляции в условиях слабого контроля Банка России за динамикой денежного предложения? Как должен (и должен ли) реагировать курс рубля на укрепление сальдо текущих операций? Как должен (и должен ли) реагировать курс рубля на приток или отток финансового капитала? Как будет Банк России реагировать на возможное в среднесрочной перспективе ухудшение сальдо текущих операций¹⁴ и должен ли он информировать экономических агентов о принципах своего поведения в такой ситуации? Насколько целесообразно использование повышения процентных ставок для борьбы с инфляцией в условиях растущих цен на нефть и соответственно укрепления рубля? Как можно возбудить «долгосрочный аппетит» банковской системы на кредиты Банка России?

Очевидно, что этот клубок туго переплетенных между собой непростых вопросов допускает различные варианты ответов и различные их сочетания, тем самым открывая Банку России широкий простор в выборе возможных действий¹⁵. В этой связи стоит только пожалеть, что до настоящего времени руководство Банка России не хочет вносить ясность в свою позицию по указанным вопросам, что не способствует формированию у экономических агентов каких-либо ожиданий, отличных от адаптивных. А эти ожидания, в свою очередь, являются самым мощным фактором противодействия снижению инфляции в России.

¹⁴ Оно может стать отрицательным в течение 18—24 месяцев при стабильном уровне цен на нефть. Проблема ухудшения сальдо текущих операций при стабильных ценах на нефть является *перманентной* для российской экономики и связана с низким уровнем конкурентоспособности отечественных товаров, что обуславливает высокие темпы роста импорта.

¹⁵ Не следует забывать, что не «облегчает жизнь» Банку России и отсутствие стабильных правил накопления/использования резервных фондов, формируемых за счет конъюнктурных доходов от экспорта нефти.