



# АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

УДК 336.74

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА РОССИИ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ\*

**ГОЛОВНИН МИХАИЛ ЮРЬЕВИЧ,**

*доктор экономических наук, временно исполняющий обязанности директора  
Института экономики Российской академии наук, Москва, Россия*

**E-mail:** *mg-inecon@mail.ru*

**НИКИТИНА СВЕТЛАНА АЛЕКСЕЕВНА,**

*младший научный сотрудник Института экономики Российской академии наук,  
аспирант Московской школы экономики МГУ им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия*

**E-mail:** *s.veta.nikitina@yandex.ru*

### АННОТАЦИЯ

В статье анализируются ограничения для эффективного применения в России режима инфляционного таргетирования. Выделяются структурно-институциональные проблемы российской экономики (роль топливно-энергетического комплекса, зависимость от внешних шоков), финансовой системы (преобладание принадлежащих государству банков, значительная роль иностранного капитала, низкий уровень доверия, финансовые санкции). Предлагается вместо реализации режима инфляционного таргетирования сосредоточить денежно-кредитную политику России на решении текущих антикризисных задач, выделяя совокупность целевых индикаторов, включающих валютный курс, а также дополнить ее мерами валютного регулирования, макропруденциальной политики и бюджетно-налоговой политики.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика; структурно-институциональные особенности; финансовая система России; внешние шоки.

## MONETARY POLICY IN RUSSIA AND INSTITUTIONAL BOUNDARIES OF FINANCIAL SYSTEM

**MIKHAIL Yu. GOLOVNIN,**

*Doctor of Science, acting Director of the Institute of Economics of Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia*

**SVETLANA A. NIKITINA,**

*Junior research fellow in the Institute of Economics of Russian Academy of Sciences, graduate student in Moscow School of Economics, Moscow State University M.V. Lomonosov, Moscow, Russia*

### ABSTRACT

The paper focuses on impediments for efficient implementation of inflation targeting framework in Russia. Different structural and institutional problems of Russian economy and financial system are analyzed, including

\* Статья подготовлена в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и БРФФИ «Реструктуризация денежно-кредитной системы России и Беларуси в условиях глобальной финансово-экономической нестабильности» № 15-22-01010 а (м).

dependence on fuel sector, impact of external shocks, government-owned banks' dominance, role of foreign capital on stock market and banking system, low level of trust, financial sanctions etc. Instead of implementing inflation targeting framework the authors offer switch monetary policy goals to crisis management with special focus on set of indicators, including exchange rate, and to supplement monetary policy by some capital account restrictions, macroprudential policy and fiscal policy (in terms of using development banks mechanisms).

**Keywords:** monetary policy; structural and institutional features; Russian financial sector; external shocks.

## КЛЮЧЕВЫЕ СТРУКТУРНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Основной структурной проблемой российской экономики, как хорошо известно, является отраслевой перекос в сторону топливно-энергетического комплекса. Если в общей структуре ВВП этот перекос заметен не столь существенно — на долю добычи полезных ископаемых и производства энергии в 2012–2014 гг. в среднем приходилось 12% произведенного ВВП, то в структуре промышленного производства долю добычи топливно-энергетических полезных ископаемых за тот же период составляло 20,8% всего промышленного производства. Однако, как показали исследования Всемирного банка [1], показатель доли топливно-энергетического сектора в ВВП России существенно занижается.

Существенно бóльшую значимость играет топливно-энергетический комплекс во внешнеэкономических связях России и в структуре доходов бюджета. Так, за счет минерального топлива в 2012–2014 гг. в среднем формировалось 70% совокупного российского экспорта. По оценкам Экономической экспертной группы, на нефтегазовые доходы бюджета приходилось в 2012–2014 гг. в среднем 50,6% всех доходов федерального бюджета<sup>1</sup>.

В этих условиях неудивительно, что динамика российской экономики во многом зависит от динамики цен на энергоносители на мировом рынке (см. *рис. 1*). Основные кризисы в российской экономике последних двух десятилетий (1998, 2008 и 2014 гг.) были связаны с резким падением цены на нефть на мировом рынке. Вместе с тем кризисы не приводят к ослаблению зависимости российской

экономики от энергетического сектора, скорее наоборот, именно этот сектор демпфирует шоки, с которыми сталкивается российская экономика, поскольку во время потрясений обрабатывающая промышленность сокращается более быстрыми темпами: в 1998 г. добыча топливно-энергетических полезных ископаемых сократилась на 1,1%, тогда как производство в обрабатывающей промышленности упало на 6,2%; в 2009 г. при таком же сокращении в сфере добычи топливно-энергетических полезных ископаемых падение в обрабатывающей промышленности составило 15,2%<sup>2</sup>.

Следует отметить в целом возросшую роль внешних факторов в динамике российской экономики. При этом сама модель открытия экономики России также отличалась специфическими структурно-институциональными характеристиками, из которых особо выделяются офшоризация и долларизация.

Проблема офшоризации российской экономики связана со значительным использованием низконалоговых юрисдикций в трансграничном движении капитала в Россию и из России. Так, по оценкам Б. А. Хейфеца, на начало 2013 г. от 2/3 до 3/4 всех накопленных в России и отправленных Россией иностранных инвестиций за рубеж связаны с офшорными и спарринг-офшорными юрисдикциями [2, с. 16]. Что касается портфельных инвестиций из России, то в 2007–2012 гг. 69% из них приходилось на страны — явные офшоры. С офшоризацией тесно связана проблема так называемых «обходных инвестиций» (*round-tripping investments*), когда инвестиции в Россию поступают не напрямую от российских экономических агентов, а после прохождения

<sup>1</sup> <http://www.eeg.ru/pages/39?PHPSESSID=8bb8ace7a6793b2703a7794af922ee91>.

<sup>2</sup> [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/#).

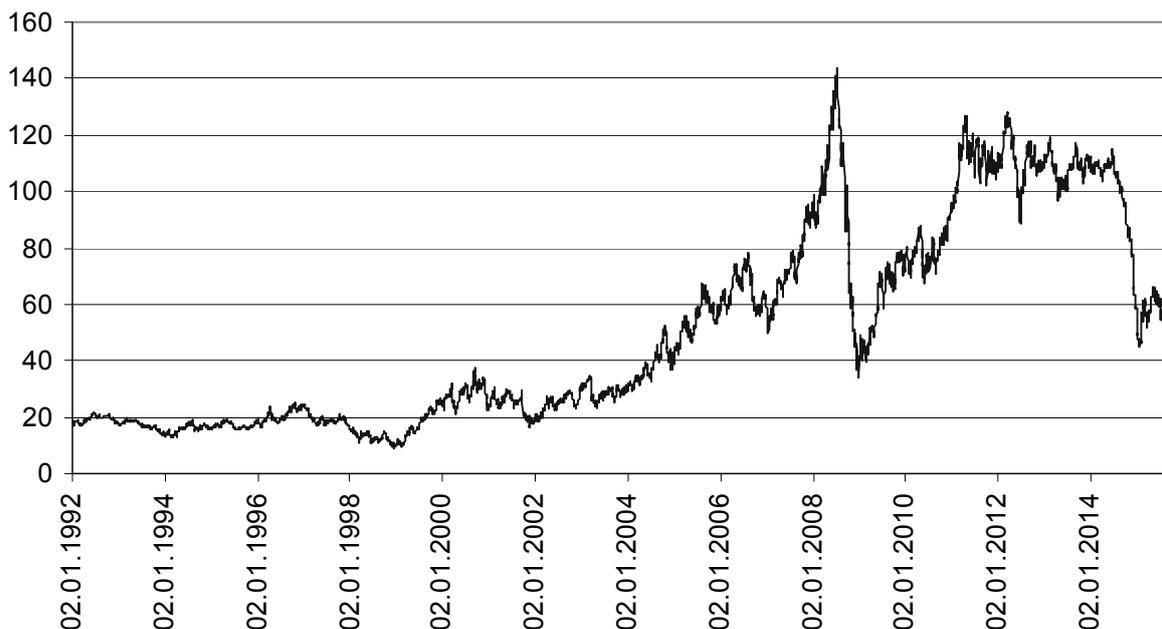


Рис. 1. Динамика цены на нефть марки Brent в 1992–2015 гг., долл. за баррель

Источник: U.S. Energy Information Administration (<http://tonto.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RBRT&f=D>).

через офшорные и близкие к ним юрисдикции (см., например, [3]). В результате происходит потеря бюджетом значительной части доходов, а также крайне затрудняется реальная оценка иностранных инвестиций, связанных с Россией.

В период трансформации российской экономики возникла еще одна серьезная проблема, связанная с ее открытием внешнему миру, — проблема долларизации экономики. У нее существуют различные измерения, и она должна рассматриваться с двух сторон — со стороны активов и пассивов нефинансовых экономических агентов. Долларизация активов традиционно измеряется отношением доли депозитов в иностранной валюте к денежной массе в широком смысле или к общему объему депозитов в банковской системе страны. Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов в банковской системе снижалась до середины 2011 г., а затем стабилизировалась на уровне 25%. Резкое увеличение этого показателя произошло во второй половине 2014 г. в связи с обесценением рубля и «бегством» населения от рубля к доллару (см. рис. 2). Показательно, что доля депозитов в иностранной валюте физических лиц выросла с января по декабрь

2014 г. с 36,7 до 49,7%, тогда как доля депозитов в иностранной валюте нефинансовых организаций — с 17,5 до 23,8%.

Еще одной важной составляющей процесса долларизации российской экономики является чистая покупка наличной иностранной валюты населением, которая отражает недоверие не только к национальной валюте, но и к финансовой системе. За последние 4 года наблюдалась устойчивая тенденция роста объемов чистой покупки наличной иностранной валюты, которая резко увеличилась в 2014 г. в связи с ростом неопределенности относительно дальнейшей динамики курса российского рубля (см. рис. 3).

Наряду с внутренними процессами долларизации происходило наращивание внешнего долга за счет роста долга корпоративного сектора, которое прерывалось в период кризисов 2008–2009 и 2014–2015 гг. (см. рис. 4). При этом достижение высоких объемов внешнего долга в предкризисные периоды создавало значительное давление на валютном рынке в сторону обесценения рубля.

Специфика структуры российской экономики и особенности ее модели открытия внешнему миру способствуют сильной подверженности страны внешним шокам, что

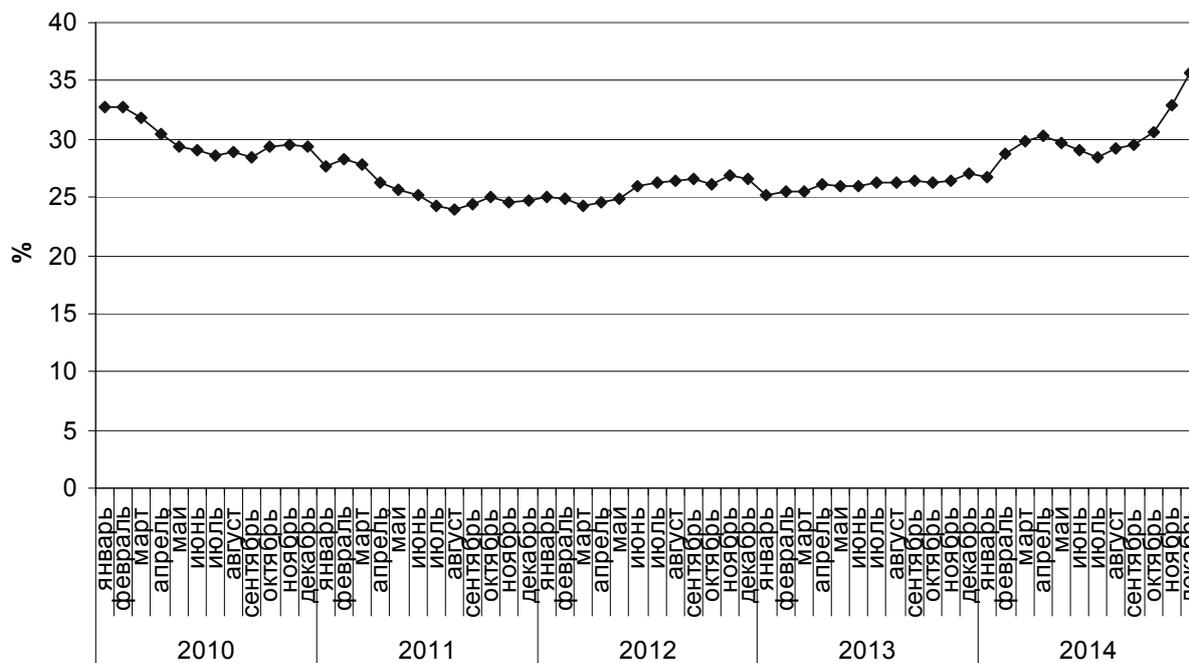


Рис. 2. Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов в банковской системе в 2010–2014 гг., %

Источник: рассчитано на основе данных Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank\\_system/4-2-2\\_14.htm&pid=pdko\\_sub&sid=dpbvo](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/4-2-2_14.htm&pid=pdko_sub&sid=dpbvo), [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank\\_system/4-2-1a\\_14.htm&pid=pdko\\_sub&sid=dpbvff](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/4-2-1a_14.htm&pid=pdko_sub&sid=dpbvff)).

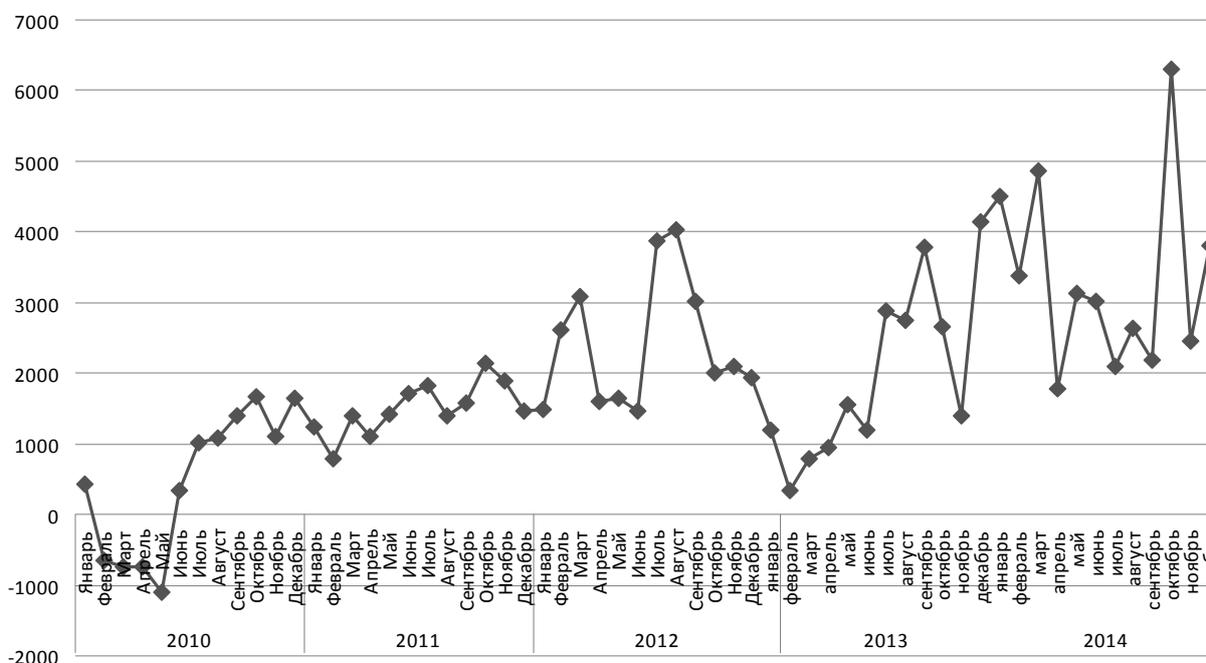


Рис. 3. Чистая покупка населением наличной иностранной валюты в 2010–2014 гг., млн долл.

Источник: рассчитано на основе данных Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank\\_system/for\\_exch\\_14.htm&pid=finr&sid=inr\\_1](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/for_exch_14.htm&pid=finr&sid=inr_1)).

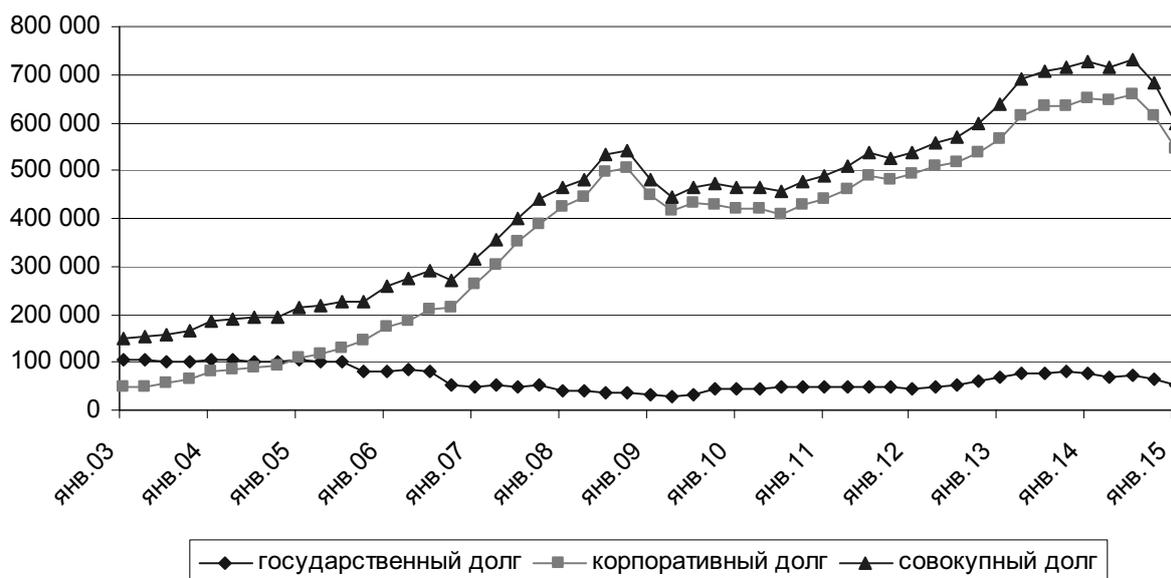


Рис. 4. Внешний долг России в 2003–2014 гг., млн долл.

Источник: Центральный банк Российской Федерации (<http://www.cbr.ru/statistics/? PrtId=svs>).

подтвердил опыт 2014–2015 гг., когда экономика и финансовая система России подверглись последовательному воздействию серии внешних шоков, причем некоторые из них наложились друг на друга: отмена политики количественного смягчения в США, политические потрясения на Украине и присоединение Крыма, экономические санкции развитых стран в отношении России, падение цен на нефть на мировом рынке, обвал фондового индекса в Китае.

В условиях глобализации основные каналы распространения внешних шоков на российскую экономику действуют в финансовом секторе, функционирование которого в России также осложняется наличием специфических структурно-институциональных проблем.

### СТРУКТУРНО-ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

#### *Рынок ценных бумаг*

На начальном этапе развития фондового рынка в России он характеризовался высоким уровнем фрагментации (выражавшемся, в частности, в появлении большого количества бирж). Впоследствии происходили естественные процессы концентрации, которые привели к выходу на первый план двух торговых площадок (ММВБ и РТС).

Количество доступных инструментов на фондовом рынке изначально было ограничено. Его развитие началось с рынка государственных ценных бумаг, затем в 1997 г. достигли пика торги на рынке акций. Однако кризис 1998 г. нанес сокрушительный удар по фондовому рынку России.

Восстановление рынка ценных бумаг произошло в начале 2000-х гг. под воздействием улучшения внешнеэкономической конъюнктуры (прежде всего роста цен на нефть и благоприятных условий на мировых финансовых рынках), а также увеличения активности на национальном фондовом рынке. За период с 2000 по 2007 г. капитализация всех компаний, прошедших листинг на российском фондовом рынке, выросла с 15 до 115,6% ВВП, а объем торгов акциями — с 7,8 до 58% ВВП<sup>3</sup>. Активно развивался рынок корпоративных облигаций, был запущен новый инструмент — биржевые облигации. Россия приблизилась к показателям стран с относительно развитым фондовым рынком. Но кризис 2008–2009 гг. в очередной раз прервал развитие национального фондового рынка. Капитализация рынка акций в 2008 г. упала до 23% ВВП, а объем торгов — до 33,9% ВВП. Эти показатели не-

<sup>3</sup> По данным Всемирного банка (<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>; <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>).

сколько выросли в последующие годы, но затем вновь снизились и находились далеко от предкризисных значений.

Для содействия развитию фондового рынка в 2011–2013 гг. был предпринят ряд важных институциональных изменений: усиление концентрации на рынке в форме объединения двух крупнейших фондовых бирж (ММВБ и РТС) в Московскую биржу, принятие Федерального закона № 414 от 07.12.2011 «О центральном депозитарии» и наделение этим статусом Национального расчетного депозитария [4].

Усиление взаимосвязи различных сегментов финансового рынка, происходящее в период глобализации экономики, создает потребность комплексного регулирования финансового рынка, которая привела к распространению тенденции формирования финансовых мегарегуляторов [5]. Россия пошла по пути мировой практики, передав Центральному банку функции Федеральной службы по финансовым рынкам (с 1 сентября 2013 г.) и фактически создав мегарегулятор на его основе.

Несмотря на эти институциональные изменения, в целом следующие общемировые тенденции, проблемы развития российского фондового рынка они не решили. Во многом это было связано с оставшимися неизменными проблемами структурного характера: значительной ролью нерезидентов на российском фондовом рынке, оттоком финансовой активности за границу, воздействием

внешних шоков на динамику российского рынка.

Высокие значения капитализации российского фондового рынка как в 1997 г., так и в 2006–2007 гг. достигались главным образом за счет *значительного присутствия* на нем *иностранный капитал*. В этом отношении весьма показательна досрочная отмена ограничений на трансграничное движение капитала в России с 1 июля 2006 г. При этом доля нерезидентов на фондовом рынке ММВБ в первой половине 2008 г. составляла 39,7% [6].

В период 2005–2007 гг. активно развивался рынок первичных публичных размещений (ИПО) российских компаний как в России, так и за рубежом. На пике этой активности в 2007 г. отечественные компании провели 32 ИПО, из них 14 на московских фондовых биржах, 15 — на Лондонской фондовой бирже, а остальные — на других европейских площадках (см. *табл. 1*). Затем последовал резкий спад активности в сфере ИПО, связанный с последствиями кризиса 2008 г. Однако уже в 2010–2011 гг. произошло некоторое оживление: было проведено 21 ИПО, из которых лишь 7 прошли на московских биржах, а остальные — за рубежом. В последующие годы количество ИПО плавно сокращалось, а в 2014 г. в связи с потрясениями на российской фондовом рынке было осуществлено только 1 ИПО на Лондонской фондовой бирже. Таким образом, мы видим, что с 2011 г. *зарубежные*

Таблица 1

**Количество ИПО, проводимых российскими компаниями на различных площадках в 2007–2014 гг.**

| Биржи                                | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Лондонская фондовая биржа            | 15   | 3    | 2    | 3    | 7    | 5    | 1    | 1    |
| ММВБ, РТС (затем – Московская биржа) | 14   | 3    | 1    | 7    | 0    | 0    | 2    | 0    |
| NASDAQ (US)                          | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    | 1    | 0    |
| Deutsche Börse                       | 1    | 0    | 0    | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    |
| NASDAQ OMX (Europe)                  | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| Гонконгская фондовая биржа           | 0    | 0    | 0    | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| NYSE                                 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    | 0    |

Источник: Pricewaterhouse Coopers (<http://www.pwc.ru/ru/capital-markets/russian-ipo.html>).

**торговые площадки устойчиво лидируют в части проведения IPO российских эмитентов.**

Поскольку российский фондовый рынок оказывается тесно связан с мировым финансовым рынком через приток капитала из-за рубежа и отток финансовой активности за границу, внешние шоки оказывают прямое воздействие на его динамику. Это ярко проявилось в период глобального экономического и финансового кризиса, когда значение индекса РТС с 1 сентября 2008 г. по 1 марта 2009 г. упало на 67,3%, и во время недавнего кризиса, когда с 1 марта 2014 г. по 1 марта 2015 г. снижение того же индекса составило 27,6%<sup>4</sup>.

Таким образом, рынок ценных бумаг в России по-прежнему характеризуется низким уровнем развития и до последнего времени существенно зависел от участия иностранного капитала.

### **Банковский сектор**

В период благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и устойчивого экономического роста 2000–2007 гг. банковская система России активно развивалась, как и рынок ценных бумаг. Кризис 2008–2009 гг. ею был пройден относительно благополучно благодаря активной государственной поддержке, в том числе направленной на наращивание

капитала (см. табл. 2). Однако уже в 2010 г. наблюдалось ухудшение относительных показателей функционирования банковской системы, а последующий рост в 2011–2014 гг. был не столь активным и имел довольно слабую базу.

В первую очередь необходимо отметить относительно **низкий уровень капитала в банковской системе России**. Некоторое улучшение положения в кризисный период 2008–2009 гг. сменилось снижением показателей отношения капитала к ВВП (который на начало 2015 г. не достигал еще уровня начала 2010 г.) и отношения капитала к активам (который устойчиво снижался с начала 2011 г.).

Банковская система, как и фондовый рынок, в значительной мере зависит от притока капитала из-за рубежа. За последние 10 лет существенно **усилились позиции банков с иностранным участием на российском рынке**. Если на 1 января 2006 г. кредитные организации с иностранным участием в капитале свыше 50% контролировали 8,3% активов, 9,3% собственных средств и 3,4% вкладов физических лиц [9, с. 10], то на 1 сентября 2015 г. значения этих показателей составляли 12,4; 15,5 и 10,2% соответственно [8, с. 11]. При этом за рассматриваемый период динамика доли на рынке иностранных банков не была однонаправленной. Она достигла максимума перед глобальным экономическим и финансовым кризисом. Следует отметить, что в этот период банки с преобладающим

<sup>4</sup> Рассчитано по данным Московской биржи (<http://moex.com/ru/index/RTSI>).

Таблица 2

**Показатели развития российской банковской системы в 2007–2015 гг.**

| Показатели   | 01.01.2007 | 01.01.2008 | 01.01.2009 | 01.01.2010 | 01.01.2011 | 01.01.2012 | 01.01.2013 | 01.01.2014 | 01.01.2015 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Совокупные активы, % от ВВП                                    | 51,9       | 60,5       | 67,9       | 75,8       | 73,0       | 74,4       | 79,6       | 86,8       | 108,7      |
| Кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам, % от ВВП | 29,8       | 37,0       | 40,0       | 41,5       | 39,2       | 41,6       | 44,6       | 49,0       | 57,2       |
| Капитал, % от ВВП  | 6,3        | 8,0        | 9,2        | 11,9       | 10,2       | 9,4        | 9,8        | 10,7       | 11,1       |
| Капитал, % от совокупных активов                               | 12,1       | 13,3       | 13,6       | 15,7       | 14,0       | 12,6       | 12,3       | 12,3       | 10,2       |

Источники: [7, 8].

иностранным участием занимали крайне важное место на межбанковском рынке России: на 1 июля 2008 г. на них приходилось 32% всех кредитов, выдававшихся кредитным организациям [9, с. 10]. Однако впоследствии они постепенно утратили эти позиции как под влиянием проблем внутри своих национальных экономик, так и в результате усиления внутри российской банковской системы позиций банков с преобладающим государственным участием.

**Увеличение доли на рынке банков с преобладающим государственным участием** было общей тенденцией последнего десятилетия: по расчетам А. В. Верникова, к 2013 г. доля трех крупнейших государственных банков — Сбербанк, ВТБ и Россельхозбанк с их дочерними банками в совокупных активах банковской системы России достигла 42% [10, с. 23]. Подобное изменение институциональной структуры банковской системы, с одной стороны, теоретически упрощает процессы регулирования банковской системы и экономики в целом, но, с другой стороны, подрывает конкуренцию. Дополнительным риском, связанным со значительной долей государственных банков, стало введение в их отношении санкций со стороны США и ЕС в июле 2014 г.

Между тем именно внешнее финансирование было значительным источником привлечения ресурсов до кризиса 2008–2009 гг. На начало 2008 г. требования к нерезидентам в банковском секторе России составляли около 17% ВВП. После прохождения пика кризиса внешняя позиция банковского сектора России улучшилась — его внешние активы стали устойчиво превышать пассивы (начиная с 2010 г.). С одной стороны, это создавало дополнительную устойчивость в случае возникновения повторных внешних потрясений (которые и произошли в 2014 г.), с другой — сдерживало развитие банковского сектора. Кроме того, резкое обесценение рубля в конце 2014 г. привело к росту доли валютных активов и пассивов в общем объеме активов и пассивов банковской системы: если на 1 января 2014 г. они составляли 22,1 и 21,2% от совокупных активов соответственно, то на

1 сентября 2015 г. — 34 и 32,5% [8, с. 67]. Хотя общее соотношение валютных активов и пассивов улучшилось, их возможная разбалансировка на уровне отдельных кредитных организаций сопряжена с большим риском.

Еще одной проблемой банковской системы является **проблема отсутствия долгосрочных пассивов**. Свыше 99% средств нефинансовых организаций размещено на вкладах до востребования и сроком менее 1 года. Структура вкладов физических лиц по срокам постепенно улучшалась до осени 2014 г. На ноябрь 2014 г. 42,9% вкладов физических лиц было размещено на срок свыше 1 года. Однако следует иметь в виду, что срок большинства этих вкладов незначительно превышал 1 год (многие банки по более высоким процентным ставкам предлагали вклады со сроками на несколько дней более 1 года). О проблеме «длинных пассивов» свидетельствует тот факт, что на протяжении 2014 г. доля вкладов населения, размещенных на срок свыше 3 лет, была устойчиво низкой (2,4–3%).

Ситуация резко ухудшилась в декабре 2014 г. после обесценения рубля и потери доверия вкладчиков к банковской системе. В первые 8 месяцев 2015 г. доля вкладов физических лиц сроком до 1 года (включая вклады до востребования) колебалась в пределах 77–81%, тогда как доля вкладов со сроком свыше 3 лет упала до минимальной величины (0,6–1%)<sup>5</sup>. Динамика структуры вкладов населения по срокам очень хорошо демонстрирует роль крайне важного для стран с формирующимися рынками, и в том числе России, институционального фактора в развитии банковской системы — фактора доверия.

В кризисные периоды (2008–2009, 2014–2015 гг.) с особой остротой встала **проблема «плохих кредитов»**. Отчасти она является следствием общего ухудшения макроэкономической ситуации, отчасти — избыточно динамичного развития отдельных направлений банковского кредитования (как это было, например, в случае с потребительским кредитованием в период

<sup>5</sup> Данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=int\\_rat](http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=int_rat)).

до 2014 г.). Удельный вес просроченной задолженности в общей сумме кредитов, депозитов и прочих размещенных средств банковского сектора вырос с 3,5% на 1 января 2014 г. до 5,2% на 1 сентября 2015 г. [8, с. 61].

Таким образом, в 2014–2015 гг. банковская система России вновь приблизилась к кризисному состоянию. Наиболее острая ситуация, связанная с резким обесценением рубля, была преодолена в декабре 2014 г. — январе 2015 г. за счет масштабной финансовой помощи со стороны Центрального банка и Правительства. Однако продолжают накапливаться проблемы, связанные с внешними шоками и негативной динамикой макроэкономических показателей в 2015 г.

### ПРОБЛЕМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В период до 2008 г. воздействие структурно-институциональных проблем на финансовых рынках и в банковской системе нивелировалось позитивной динамикой показателей их функционирования, достигавшейся в значительной степени за счет привлечения внешнего финансирования.

Однако уже в 2008–2009 гг. денежно-кредитная политика России столкнулась с новыми вызовами, когда перед ней встала задача поддержать финансовую стабильность,

составной частью которой было обеспечение стабильности валютного курса. Ее реализация привела к двойственной денежно-кредитной политике, направленной, с одной стороны, на предоставление ликвидности банковской системе, а с другой — на проведение валютных интервенций для обеспечения плавной динамики валютного курса. При этом явный приоритет, отданный поддержанию стабильности валютного курса, привел к общему ограничительному характеру денежно-кредитной политики [11].

В период 2010–2014 гг. Центральный банк проводил политику, направленную на постепенный отказ от регулирования валютного курса и переход к свободному плаванию рубля как составной части движения к режиму инфляционного таргетирования. Она выражалась в расширении операционного ориентира валютного курса и постепенном сокращении объемов проводимых валютных интервенций (см. рис. 5).

При этом вмешательство в динамику валютного курса во время внешних шоков 2010–2013 гг. было ограниченным. Тем самым, как нам представляется, Центральный банк давал возможность курсу рубля снижаться за счет действия внешних факторов для поддержания конкурентоспособности экономики. Вместе с тем формировалась система мер

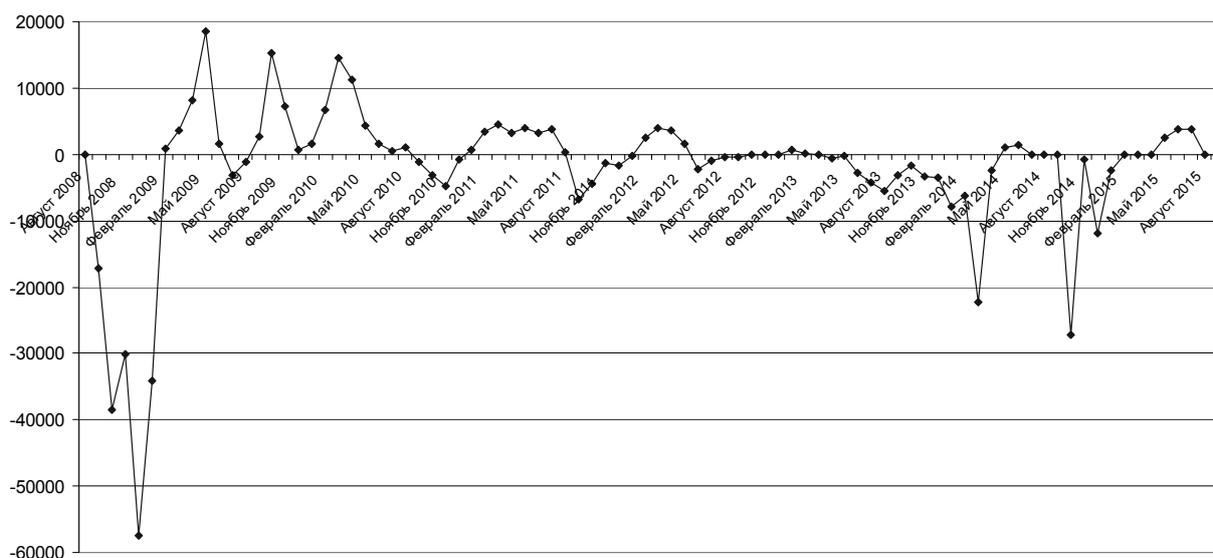


Рис. 5. Чистая покупка долларов США Банком России в 2008–2015 гг., млн долл.

Источник: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/default.aspx?prtid=valint&pid=idkp\\_br&sid=ITM\\_14007](http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?prtid=valint&pid=idkp_br&sid=ITM_14007)).

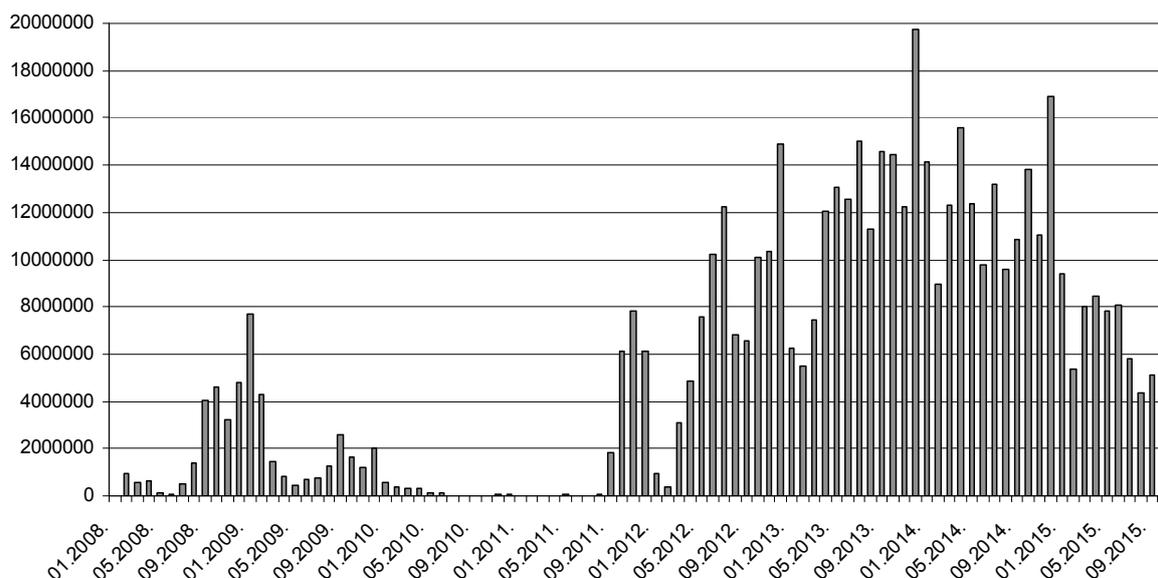


Рис. 6. Объем операций прямого РЕПО в 2008–2015 гг., млн руб.

Источник: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/default.aspx? PrtlD=repo&pid=idkp\\_br&sid=ort\\_itog](http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?PrtlD=repo&pid=idkp_br&sid=ort_itog)).

по обеспечению ликвидности коммерческих банков, которая была запущена в действие еще во время глобального экономического и финансового кризиса 2008–2009 гг. Центральная роль в ней отводилась операциям РЕПО (см. рис. 6).

Следующим важным шагом Центрального банка на пути перехода к режиму инфляционного таргетирования было выстраивание системы инструментов процентной политики, играющей центральную роль в рамках данного режима. В сентябре 2013 г. Банк России осуществил изменения в инструментах процентной политики, во-первых, установив значение ключевой ставки процента (по операциям абсорбирования и предоставления ликвидности на срок 1 неделя), во-вторых, выстроив коридор ставок процента, привязанных к ключевой ставке [12, с. 24–25].

Однако намеченный Центральным банком переход к режиму инфляционного таргетирования в 2015 г. происходил, с одной стороны, в условиях значительных внешних шоков, а с другой — сохранявшихся и отчасти усилившихся структурно-институциональных проблем в экономике и финансовой системе России.

Набор внешних шоков в 2014 г., связанных с отменой политики количественного смягчения в США, политической нестабильностью

на Украине и присоединением Крыма к России, введением экономических санкций в отношении России со стороны развитых стран, падением цен на нефть в мировой экономике, привел к оттоку капитала из России, резкому сокращению притока капитала, падению экспорта и давлению на валютный курс в сторону его снижения. Центральный банк путем проведения значительных валютных интервенций в отдельные периоды (особенно в марте и октябре 2014 г., см. рис. 5) пытался сдержать обесценение рубля. Однако в ноябре 2014 г. он отказался от использования ориентиров по динамике валютного курса, что резко повысило неопределенность в экономике, создало панику на валютном рынке (в том числе выразившуюся в резком увеличении чистой покупки наличной иностранной валюты населением, см. рис. 3) и привело к обвальному падению обменного курса рубля в середине декабря 2014 г.

Как и следовало ожидать, падение курса создало серьезную угрозу финансовой стабильности, вызвав, в частности, «набег» населения на отдельные банки. Следует отметить, что Центральному банку с помощью ряда мер удалось сохранить устойчивость банковской системы. Вместе с тем обесценение рубля наряду с действием других факторов вызвало увеличение темпа инфляции. С начала 2015 г.

годовой темп инфляции устойчиво держится на уровне 15–17%, что ставит под сомнение возможность достижения заявленной Банком России в рамках стратегии инфляционного таргетирования цели (достижение годового темпа инфляции в 4% к 2017 г. [13, с. 6]). Кроме того, в 2015 г. возобновилось действие внешних шоков — с середины июня по середину августа под влиянием падения фондовых индексов в Китае и очередной волны снижения мировых цен на нефть вновь произошло падение валютного курса рубля.

На наш взгляд, переход к режиму инфляционного таргетирования в условиях несформировавшихся трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики, что вызвано структурно-институциональными особенностями российской финансовой системы, и действия внешних шоков, при которых динамика валютного курса выступает важным передаточным механизмом, не может привести к повышению эффективности денежно-кредитной политики. **Для выхода российской экономики из кризисной ситуации важно перейти к денежно-кредитной политике, направленной на решение текущих задач, в том числе на поддержание стабильности финансовой системы.** В подобной ситуации также важно расширить возможности для проведения денежно-кредитной политики, используя инструментарий других направлений экономической политики. Среди ключевых направлений

подобного использования нам видятся: введение отдельных валютных ограничений на трансграничное движение капитала для ослабления воздействия внешних шоков на финансовую систему, выстраивание макропруденциальной политики для обеспечения финансовой стабильности и ее согласование с денежно-кредитной политикой, использование отдельных механизмов бюджетно-налоговой политики для снижения давления на денежно-кредитную политику в части поддержания национальной экономики. Одним из таких механизмов нам видится активное использование института банков развития, которые уже применялись в качестве составной части антикризисного механизма [14, с. 10–11], но могут быть задействованы и для решения более широкого круга задач, связанных с целевой поддержкой отдельных секторов экономики. При этом, с одной стороны, Центральный банк может быть избавлен от несвойственных ему функций целевого кредитования, а с другой — бюджетное финансирование (идущее через банки развития) будет носить проектный характер, что позволит повысить эффективность его использования. Важно, чтобы в числе целевых показателей, на которые ориентируется Центральный банк при проведении своей политики, были не только темпы инфляции, но и динамика валютного курса, и монетарные показатели, и показатели динамики реального сектора экономики.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Доклад по экономике России. Февраль 2004. Всемирный банк, 2004. № 7.
2. Хейфец Б. А. Деофшоризация российской экономики: возможности и пределы. М.: Институт экономики РАН, 2013.
3. Ledyeva S., Karhunen P., Whalley J. If Foreign Investment Is Not Foreign: Round-Trip Versus Genuine Foreign Investment in Russia // CEPPI Working Paper. 2013. No. 05.
4. Криничанский К. В. Состояние и проблемы развития финансового рынка в России // Журнал экономической теории. 2013. № 3.
5. Карминский А. М. Формирование инструментария мегарегулятора // Журнал Новой экономической ассоциации. 2013. № 3.
6. Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке — взгляд изнутри // Рынок ценных бумаг. Биржевое обозрение. 2009. № 2.
7. Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2011. № 110. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2011.
8. Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2015. № 156. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2015.

9. Обзор банковского сектора Российской Федерации. 2008. № 74. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2008.
10. Верников А.В. Сравнение институциональной структуры банковских систем России и Китая // Деньги и кредит. 2014. № 11.
11. Некипелов А.Д., Головнин М.Ю. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // Вопросы экономики. 2010. № 1.
12. Доклад о денежно-кредитной политике. 2013. Октябрь. № 4. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2013.
13. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2015. Проект от 14.10.2015 г.
14. Дмитриев В.А. Роль финансовых институтов развития в реализации государственных антикризисных программ // Вестник Финансового университета. 2015. № 3.

## REFERENCES

1. Russian Economic Report. February 2004 [Doklad po jekonomike Rossii. Fevral' 2004]. World Bank, 2004. No. 7 (in Russ.).
2. Heyfets B. De-offshorization of the Russian Economy: Possibilities and Limits [Deofshorizacija rossijskoj jekonomiki: vozmozhnosti i predely]. Moscow: Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, 2013 (in Russ.).
3. Ledyeva S., Karhunen P., Whalley J. If Foreign Investment Is Not Foreign: Round-Trip Versus Genuine Foreign Investment in Russia. CEPII Working Paper. 2013. No. 05.
4. Krinichanskiy K. State and Problems of Financial Market in Russia [Sostojanie i problemy razvitija finansovogo rynka v Rossii]. *Magazine of the economic theory — Zhurnal jekonomicheskoy teorii*. 2013. No. 3 (in Russ.).
5. Karminsky A. The Forming of Megaregulator's Instrument [Formirovanie instrumentarija megareguljatora]. *The Journal of the New Economic Association — Zhurnal Novoj jekonomicheskoy assotsiacii*. 2013. No. 3 (in Russ.).
6. Geinz D., Turchanovskiy D. Stock Market Crisis — the Insight [Krizis na fondovom rynke — vzgljad iznutri]. *Securities market. Exchange review — Rynok cennyh bumag. Birzhevoe obozrenie*. 2009. No. 2 (in Russ.).
7. Russian Banking Sector Review [Obzor bankovskogo sektora Rossijskoj Federacii]. 2011. No. 110. Moscow: The Central Bank of Russian Federation, 2011 (in Russ.).
8. Russian Banking Sector Review [Obzor bankovskogo sektora Rossijskoj Federacii]. 2015. No. 156. Moscow: The Central Bank of Russian Federation, 2015 (in Russ.).
9. Russian Banking Sector Review [Obzor bankovskogo sektora Rossijskoj Federacii]. 2008. No. 74. Moscow: The Central Bank of Russian Federation, 2008 (in Russ.).
10. Vernikov A. Comparing the Institutional Structures of Russian and Chinese Banking Sectors [Srvnenie institucional'noj struktury bankovskih sistem Rossii i Kitaja]. *Money and credit — Den'gi i kredit*. 2014. No. 11 (in Russ.).
11. Nekipelov A., Golovnin M. Strategy and Tactics of Monetary Policy During Global Economic Crisis [Strategija i taktika denezhno-kreditnoj politiki v uslovijah mirovogo jekonomicheskogo krizisa]. *Economy questions — Voprosy Ekonomiki*. 2010. No. 1 (in Russ.).
12. Monetary Policy Report [Doklad o denezhno-kreditnoj politike]. 2013. October. No. 4. Moscow: The Central Bank of Russian Federation, 2013 (in Russ.).
13. Monetary Policy Guidelines for Russian Federation on 2016 and the years of 2017 and 2018 [Osnovnye napravlenija edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2016 god i period 2017 i 2018 godov]. Moscow: The Central Bank of Russian Federation, 2015. Draft of 14.10.2015 (in Russ.).
14. Dmitriev V. A. Role of Financial Development Institutions in Government Anti-crisis Programme Implementation [Rol' finansovyh institutov razvitija v realizacii gosudarstvennyh antikrizisnyh program]. *Bulletin of Financial university — Vestnik Finansovogo Universiteta*. 2015. No. 3 (in Russ.).