ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

Денежно-кредитное регулирование

ИССЛЕДОВАНИЕ ЭТАПОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ (2000–2015)

Сергей Александрович МИЦЕК[a,•], Елена Борисовна МИЦЕК[b]

[a] доктор экономических наук, заведующий кафедрой финансов и кредита,
НОУ ВПО Гуманитарный университет, Екатеринбург, Российская Федерация
sergey.mitsek@gmail.com

[b] доктор экономических наук, заведующая кафедрой менеджмента и маркетинга,
НОУ ВПО Гуманитарный университет, Екатеринбург, Российская Федерация
emitsek@mail.ru

• Ответственный автор

История статьи:
Принята 19.01.2016
Одобрена 16.03.2016

УДК 336.77(470)
JEL: E31, E51, E52, E58, F31

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, экономический рост, инфляция, процентные ставки, обменный курс

Аннотация

Предмет. Снижение темпов роста экономики России делает необходимым изучение эффективности денежно-кредитной политики страны и ее влияния на макроэкономическую динамику российской экономики.

Цель. Анализ этапов и результатов денежно-кредитной политики в период 2000–2015 гг. в отношении основных макроэкономических переменных, в первую очередь экономического роста и инфляции.

Методология. С помощью инструментов статистического анализа, базирующихся на эконометрических оценках, проанализированы этапы денежно-кредитной политики России и влияние их результатов на тенденции национальной экономики.

Результаты. Денежно-кредитная политика, проводимая до 2008 г., направленная на сдерживание укрепления рубля и насыщения экономики денежной массой, привела к стабилизации финансовой системы, укреплению внешнеэкономических позиций России и экономическому росту. Одновременно она породила ряд проблем: инфляцию, быстрый рост импорта и внешней задолженности. Они явились важными причинами кризиса 2008–2009 гг. Энергичные меры Банка России по предоставлению ликвидности позволили ликвидировать кризис. Достигнутые успехи позволили ему перейти к политике таргетирования инфляции, нацеленной на ее снижение, рост реальных процентных ставок, сбережений, кредитов и инвестиций. Это позволило снизить инфляцию и добиться повышения темпов экономического роста, но затем ряд внешних факторов и внутренних структурных проблем, усугубленные шоками 2014–2015 гг., вновь привели к замедлению темпов роста.

Выводы. Денежно-кредитная политика России оказывает существенное влияние на инфляционные процессы и развитие национальной экономики. В целом она была достаточно успешной, но накопленные структурные проблемы российской экономики и неблагоприятные внешние шоки делают проведение реформ все более необходимым.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

ОТОЗВАНА
RETRACTED

Введение

Денежно-кредитная политика в России в период 2000–2015 гг. может быть условно поделена на несколько этапов.

Первый продолжался вплоть до 2008 г. и характеризовался быстрым увеличением денежной массы и международных (золотовалютных) резервов Российской Федерации и высокими темпами экономического роста.

Вторым этапом мы назовем период с IV квартала 2008 г. и весь 2009 г., когда основные усилия Банка России и Правительства Российской Федерации были направлены на преодоление экономического спада.

Третьим этапом был период 2010–2011 гг., характеризовавшийся частичным возвратом к политике первого этапа, но в более скромных масштабах.

Четвертый этап начался в 2012 г. переходом к политике инфляционного таргетирования[1]. Последний этап, вероятно, начался в IV квартале 2014 г., когда внешняя нестабильность вынудила предпринять некоторые изменения в политике. Тем не менее, Банк России провозглашает сохранение инфляционного таргетирования[2].

Наша цель состоит в анализе результатов этой политики и ее влияния на основные

[1] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 г. и период 2013 и 2014 годов. URL: http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2012(2013-2014).pdf

[2] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов // Вестник Банка России. 2014. № 106; Доклад о денежно-кредитной политике // Вестник Банка России. 2015. № 1.

макроэкономические переменные, в первую очередь на экономический рост и инфляцию. В наших расчетах мы использовали в качестве источника статистических данных в первую очередь официальный интернет-сайт Банка России[3], а также сайты Росстата[4] и Института народнохозяйственного прогнозирования[5] и отчеты Всемирного Банка [1–3].

Денежно-кредитная политика до 2008 года

До 2008 г. одним из важных результатов денежно-кредитной политики явилось воспрепятствование чрезмерному укреплению курса рубля. Вследствие кризиса 1998–1999 гг. рубль девальвировался почти в четыре раза по отношению к доллару, и есть ряд свидетельств тому, что это был, скорее всего, «перелет»[6] в падении курса. Рассмотрим наиболее очевидные из этих свидетельств.

1. Долларовая стоимость импорта упала более чем в два раза за период со II квартала по III квартал 1998 г. и восстановилась лишь только к III кварталу 2002 г. В то же время долларовая стоимость экспорта восстановилась уже к III кварталу 1999 г., что было усилено ростом экспортных цен на российские товары.

2. Счет текущих операций, который был до того отрицательным, стал улучшаться уже с IV квартала 1998 г. и затем оставался стабильно положительным.

3. Номинальный обменный курс рубля оставался стабильным, тогда как реальный курс неуклонно снижался (рубль укреплялся) начиная с 2000 г., несмотря на внушительный рост денежной массы.

4. Доля валютных депозитов в общей стоимости банковских вкладов неуклонно снижалась с 46% в начале 2000 г. до 25% в 2006 г., а реальные кассовые остатки в рублях увеличились более чем в три раза в течение этого периода. То есть граждане и организации покупали рубли в надежде на будущее укрепление обменного курса.

5. Отношение паритета покупательной способности к валютному курсу упало с 43% в 1996 г. до 22% в 1999 г. Затем оно неуклонно росло до 30% в 2002 г., 45% в 2005 г., 58% в 2008 г. и 59% в 2011 г.[7]

Еще одним результатом проводимой тогда политики было снижение внешнего долга Российского государства со 139 млрд долл. США в I квартале 1999 г. (70% ВВП) до 39 млрд долл. США на начало 2008 г. (2% ВВП)[8].

Третьим важным достижением денежно-кредитной политики стало повышение монетизации экономики России. В 2000 г. отношение денежного агрегата M2 (в национальном определении) к ВВП составляло лишь 14%; отношение банковских кредитов к ВВП – лишь 7%[9]; потребительский кредит почти отсутствовал. В 2008 г. эти цифры составили, соответственно, 32%, и 29%, а совокупный объем кредитов гражданам достиг почти 3 трлн руб. Таким образом, покупка валюты у компаний позволила Банку России насытить экономику деньгами, способствуя тем самым развитию банковской системы, восстановлению платежной дисциплины и в конечном счете экономическому росту.

С 1999 по 2008 г. долларовая стоимость экспорта товаров выросла в 6,2 раза, в том числе нефти, газа и нефтепродуктов в 10 раз. Одновременно инфляция, вызванная девальвацией рубля, снизила частный внутренний спрос с 72% ВВП в 1998 г. до 62% в 2000 г., что позволило улучшить торговый баланс[10].

В итоге накопленный за период 1999–2008 гг. текущий счет составил 582 млрд долл., его величина по отношению к ВВП в этот период составила в среднем 10%, что считается высоким по историческим меркам[11] [10].

[3] URL: http://www.cbr.ru

[4] Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru

[5] Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru

[6] Определение и анализ термина “перелет» («overshooting») дано, например, в статье Niehans Jurg [4]; математические модели данного явления можно найти в работе M. Obstfeld, A.C. Stockman [5].

[7] Поведение рубля после событий 1998 г. может быть реакцией на внешние шоки в соответствие с моделями Dornbusch [6] и Frankel [7]. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru

[8] Включая внешний долг Банка России.

[9] Здесь учитывались только кредиты организациям за исключением межбанковских кредитов.

[10] Можно предположить, что вследствие высокой ценовой эластичности импорта условия Маршалла–Лернера для России выполнялись. Поэтому девальвация рубля и улучшение «условий торговли» привели к росту положительного сальдо торгового баланса (соответствующая математическая формулировка этих условий приведена в работе Kemp M. [8]); современный анализ условий Маршалла–Лернера в работе Cermeño R., Rivera H. [9].

[11] Сегодня первые десять лидеров имеют более высокое значение этой величины во главе с Китаем, у которого оно равно 40% (МВФ). К сожалению, несмотря на это, чистый доход от иностранных инвестиций у России оставался отрицательным.

ОТОЗВАНА RETRACTED

В итоге международные резервы выросли до 569 млрд долл. США к III кварталу 2008 г. Такой уровень резервов был равен 240% величины денежной базы, что не могло не сказаться в итоге на инфляции.

Монетизация экономики России позволила снизить ставки по кредитам организациям с 45% в 1999 г. до 11% в 2008 г., что облегчалось бюджетным профицитом и низким государственным долгом. Такие болезненные явления, как неплатежи, задержки зарплаты и использование суррогатов, существенно уменьшились. Спрос на деньги был столь высок (вследствие бедности и недостаточного развития кредита и фондового рынка, с одной стороны, и быстрого экономического роста – с другой), что реальные кассовые остатки выросли в четыре раза. Он усиливался объективно высоким спросом на импорт и ростом импортных цен (и резким снижением реальных кассовых остатков) вследствие девальвации рубля в 1998 г.[12] Рост денежного мультипликатора на 40% может служить еще одним свидетельством укрепления банковской системы в этот период, хотя снижение скорости обращения денег с 9 в III квартале 1999 г. до 3,2 в III квартале 2008 г. показывало, что она не успевала за ростом экономики.

Все эти изменения способствовали экономическому росту: ВВП России за период с 1999 по 2008 гг. вырос в 1,8 раза, реальный объем банковских кредитов нефинансовым организациям – в 7 раз, реальные объемы валового накопления основного капитала – в 3 раза. Наличие трудовых ресурсов и неиспользованных производственных мощностей определило высокую эластичность кривой совокупного предложения и дало сильный эффект мультипликатору открытой экономики, что в итоге также способствовало экономическому взлету. Падение реальной зарплаты, вызванное высокой инфляцией, порожденной девальвацией рубля[13], а также разумные изменения в налогообложении повысили (в отличие от 1990-х гг.) прибыльность инвестиций в основной капитал по сравнению с прибыльностью инвестиций в иностранную валюту и ценные бумаги и дали экономике еще один дополнительный толчок. Чистый предельный доход на основной капитал был равен примерно 10% годовых в этот период, что на фоне отрицательных реальных процентных ставок также стимулировало инвестиции.

Можно подытожить, таким образом, что экономический подъем России в указанный период определялся в значительной степени следующими факторами:

- благоприятным внешнеэкономическим шоком (резкое улучшение условий торговли);
- высоким спросом на деньги;
- наличием свободных резервов факторов производства.

И все же эти успехи несли в себе зародыши будущих проблем.

Во-первых, быстрое увеличение денежной массы (в 23,5 раза или 42% в год в период 2000–2008 гг.) неизбежно влекло за собой высокую инфляцию: среднегодовой темп роста дефлятора ВВП составил 18,7%, ИПЦ – 13,9% в этот период[14], несмотря на укрепление рубля и снижение реальных индексов цен торгуемых товаров. Вследствие высокой инфляции реальные ставки процента оставались отрицательными.

Во-вторых, несмотря на быстрый рост денежной массы и инфляцию рубль укреплялся в реальном отношении вследствие экономического роста, нормализации налоговой системы[15], благоприятных условий торговли[16] и неудовлетворенного спроса на деньги, что вело к внушительному положительному значению текущего счета. В результате с 1999 по 2008 г. доллар США потерял 75% своей реальной стоимости на российском рынке. Укрепление рубля и рост благосостояния в свою очередь привели к росту долларовой стоимости импорта товаров в 7,3 раза и прочих статей импорта в 6,5 раза за этот период. Одновременно это препятствовало росту ненефтяного экспорта[17].

[12] М. Ершов считает рост реальных кассовых остатков «откатом назад» после 1990-х гг., когда инфляция обгоняла денежную массу [11].

[13] По нашим расчетам, в 1999 г. реальная зарплата одного работника была в среднем на 33% ниже, чем в 1997 г.; доля зарплаты в ВВП сократилась с 51% до 40% за этот период (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru).

[14] В настоящей работе индекс потребительских цен рассчитывается нами на основе данных Росстата по статистике национальных счетов (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru).

[15] То, что вслед за Neary P. [12] можно назвать «фундаментальными факторами» (fundamentals).

[16] В 2008 г. долларовый индекс экспортных цен превышал его значение 1999 г. в 3,26 раза, тогда как аналогичный показатель импортных цен лишь на 35% превышал уровень 1999 г. (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru).

[17] Индикатором реального укрепления валюты служит

ОТОЗВАНА RETRACTED

В-третьих, укрепление рубля, совокупный экономический рост и существенный разрыв в процентных ставках[18] привели к увеличению зарубежного заимствования российскими компаниями и банками более чем в 10 раз в долларовом исчислении за этот период; величина данного долга достигла 30% ВВП в 2008 г. Спрос на зарубежное заимствование усиливался высоким спросом на деньги и низкой монетизацией экономики России. Кроме того, вплоть до 2006 г. снижалось кредитование банков, возможно, с целью частично стерилизовать быстрый рост денежной массы, что также повышало спрос на зарубежные кредиты.

В-четвертых, отток капитала даже в успешном периоде 2005–2007 гг. составил 222 млрд долл. США, что эквивалентно 7% ВВП.

В-пятых, структура российского экспорта становилась все более и более односторонней: доля сырой нефти, природного газа и нефтепродуктов выросла с 41% от общего объема экспорта в 1999 г. до 67% в 2008 г., отчасти вследствие укрепления рубля[19]. Зависимость консолидированного бюджета от этих источников выросла с 15% в 2000 г. до 31% в 2008 г. [1] Хотя за этот период добыча нефти выросла на 51%, а природного газа на 14%, уязвимость российской экономики вследствие такой зависимости была очевидна уже тогда.

Денежная политика в 2008–2009 и ближайшие последующие годы

Успешное развитие экономики России было неожиданно прервано в конце 2008 г., когда мировая рецессия и падение экспортных цен привели к снижению ВВП на 8% и девальвации рубля на 45% (со II квартала 2008 г. по I квартал 2009 г.). Скачок рублевого индекса импортных цен на 30% и внешнего долга с 23% до 37% ВВП вследствие ослабления рубля, отток капитала в сумме 133 млрд долл. США (5% ВВП) в 2008–2009 гг. – все это стало тяжелым ударом для экономики России.

Для преодоления кризиса на валютном рынке на период с IV квартала 2008 г. по I квартал 2009 г. регулятор продал 155 млрд долл. США и повысил ставку рефинансирования с целью уменьшить отток капитала[20]. Эти меры привели к сокращению денежной массы на 16% в I квартале 2009 г. по сравнению с III кварталом 2008 г. и к ужесточению условий кредитования. Реальные ставки процента подскочили и впервые стали положительными, реальные остатки банковских кредитов организациям сократились на 16% (в период со II квартала 2009 г. по II квартал 2010 г.), валовое накопление основного капитала упало на 15% в реальном исчислении в 2009 г.

В ответ на эти неблагоприятные тенденции Банк России несколько раз понижал резервные требования и существенно увеличил кредитование банков[21]. Ставка рефинансирования была снижена до 11% в июле 2009 г., затем до 9% в конце 2009 г. и, наконец, до 8% с мая 2010 г. Благодаря этим энергичным мерам по предоставлению ликвидности кризис на денежном рынке был преодолен. Имел место возврат к прежней политике закупок валюты, благодаря чему международные резервы вновь выросли с 384 млрд долл. США 01.04.2009 до 538 млрд долл. США в начале 2013 г. Денежная политика была усилена мерами фискальной политики, а именно: снижением налога на прибыль, расширением льгот малому бизнесу и помощью целевым компаниям и банкам.

В результате этих мер финансовая система явно укрепилась: денежная масса вновь выросла на 80% за период с IV квартала 2008 г. по IV квартал 2011 г.; реальные кассовые остатки выросли на 30%, а денежный мультипликатор на 17% за этот период. Среднегодовой рост ВВП в 2010–2012 гг. составил 4,1%, валовое накопление основного капитала увеличивалось в среднем на 7,2% в год за этот период в реальном исчислении. В то же время объем банковского кредитования восстанавливался медленно, и уровень задолженности

динамика соотношения цен «торгуемых» и «не торгуемых» товаров. За период с 2003 по 2008 г. это соотношение, согласно нашим расчетам, выросло на 29% в пользу первых (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru).

[18] Названный разрыв не был устранен вследствие значительной премии за риск по российским активам; это хорошо показано в Модели сбалансированного портфеля [13]. Данная модель также позволяет объяснить разрыв между паритетом покупательной способности и реальным обменным курсом, характерным для России.

[19] Средняя долларовая цена этих продуктов за период с 1999 по 2008 г. выросла в 6,31, 6,4 и 7,06 раза соответственно, тогда как долларовый индекс экспортных цен в целом вырос в 3,26 раза. Долларовое значение экспорта данных статей выросло в 10 раз в этот период, тогда как всего объема экспорта – лишь в 6,2 раза (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru).

[20] Ставка была повышена с 11% на 11.11.2008 до 13% на 01.12.2008 (Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru).

[21] Обязательства коммерческих банков перед Банком России выросли с 0,2% их активов в III квартале 2008 г. до 13,8% в I квартале 2009 г. (Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru).

ОТОЗВАНА RETRACTED

нефинансовых организаций банкам от III квартала 2009 г. в реальном исчислении был превзойден лишь в III квартале 2012 г. Ставки по межбанковским кредитам и удельный вес валютных депозитов в этот период были выше, чем до кризиса.

2012 год и новый этап денежно-кредитной политики

Принимая во внимание эти успехи, Банк России с 2012 г. начинает постепенно переходить к политике инфляционного таргетирования. Поскольку главной целью такой политики является снижение инфляции, подобный переход можно считать оправданным, так как в период 2010–2011 гг. среднегодовой темп роста дефлятора ВВП составил 15%, а индекса потребительских цен – 7,2%. Было необходимо снизить инфляцию до 5%, а в дальнейшем – до 4% в год [1][22].

Другими проблемами были продолжающийся отток капитала (147 млрд долл. США всего за период 2010–2011 гг.) и реальные ставки процента, которые необходимо было сделать положительными и более близкими к доходности инвестиций в основной капитал, с целью стимулировать накопления и, как следствие, кредиты и инвестиции.

В связи с этим были предприняты меры по осуществлению рестриктивной политики.

Во-первых, нормы резервирования постепенно были повышены до 4,25% по всем видам обязательств в марте 2013 г.

Во-вторых, политика покупок валюты сменилась их продажами[23].

В-третьих, с сентября 2013 г. была введена ключевая ставка, в соответствии с которой стали выполняться основные операции Банка России[24].

В результате этих действий годовые темпы роста денежной массы снизились с 22% в 2009–2011 гг. до 9% в 2012–2014 гг., в то время как годовые темпы роста реальных кассовых остатков с 9% до 6% в эти периоды. Что еще более важно, среднегодовой темп роста дефлятора ВВП снизился с 15% в 2010–2011 гг. до 6,4% в 2012–2014 гг., а индекса потребительских цен с 7,2% до 6,7%, соответственно[25].

Другие макроэкономические результаты оказались столь же впечатляющими. Потребительские расходы домашних хозяйств увеличились на 15,3% в реальном исчислении за период 2012–2014 гг. Реальные ставки процента по депозитам стали положительными уже с 2012 г. Темпы роста банковских кредитов, предоставленных организациям, в реальном исчислении выросли с 0% в год в 2010–2011 гг. до 11% в год в 2012–2014 гг.; темпы роста банковских депозитов выросли с 9% в год до 19% в год в эти периоды в реальном исчислении[26]. Реальный обменный курс рубля оставался стабильным вплоть до первого полугодия 2014 г., а международные резервы выросли до 537 млрд долл. США на 01.01.2013. Скорость обращения денег перестала падать и стабилизовалась на уровне 2,3, что явилось еще одним свидетельством укрепления банковской системы.

Все же несмотря на все перечисленные выше достижения, денежную политику этих лет нельзя считать полностью успешной, так как с 2013 г. имеют место явные признаки замедления экономики: темпы роста ВВП снизились с 4,1% в среднем в 2010–2012 гг. до 1,3% в 2013 г. и 0,6% в 2014 г. Темпы роста валового накопления основного капитала стали отрицательными в реальном исчислении (в 2014 г.). Денежный мультипликатор почти не рос.

Подобным тенденциям есть ряд объяснений.

1. Снижение инфляции повысило реальную зарплату, но снизило реальные прибыли.

[22] В этом документе было заявлено о «завершении перехода к таргетированию инфляции» в предстоящий трехлетний период. В предыдущих документах [14] говорится о «подготовке к введению режима таргетирования инфляции».

[23] Так, если за период с 2010 г. по первую половину 2012 г. чистые покупки Банка России составили 43,3 млрд долл. США и 4,4 млрд евро, то со второй половины 2012 г. по весь 2014 г. включительно его чистые продажи были равны 104,6 млрд долл. США и 7,8 млрд евро. Отметим, что на сложный период IV квартала 2014 г. пришлось лишь 39,9 млрд чистых продаж долларов и 1,8 млрд чистых продаж евро (Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru).

[24] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов // Вестник Банка России. 2014. № 106 (1584).

[25] Такое различие между изменением темпов дефлятора ВВП и ИПЦ частично может быть объяснено тем, что среднегодовой темп роста рублевого индекса экспортных цен снизился в с 20,6 до 6,6%, тогда как темп рублевого индекса импортных цен, напротив, вырос с 0,5 до 8,5% в эти периоды. Ослабление рубля в IV квартале 2014 г. сыграло в этом не последнюю роль, но уже к 2013 г. заметно подорожали импортное мясо, сливочное масло, рыба, цитрусовые, обувь, трубы из черных металлов и легковые автомобили (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru).

[26] На данные по депозитам частично повлияла переоценка валютных депозитов в 2014 г.

ОТОЗВАНА RETRACTED

2. Условия торговли, благоприятные для России весь период, начиная с 2000 г. и за исключением 2009 г., ухудшились в 2013 г. и продолжали ухудшаться в 2014 г.[27]

3. Из-за реального укрепления рубля и высокого внутреннего спроса[28] импорт вырос на 71% в реальном исчислении с 2009 по 2013 г., тогда как экспорт вырос лишь на 13% в реальном исчислении за этот период, что привело к почти двукратному ухудшению текущего счета.

4. Отток капитала оставался высоким и составил 165 млрд долл. США за период 2013 г. – первое полугодие 2014 г. В результате впервые с 1999 г. (за исключением 2006 г.) в 2013 г. сальдо платежного баланса стало отрицательным.

5. Зарубежное заимствование российских банков, начиная с 2009 г., было не столь интенсивным, как ранее: доля обязательств перед нерезидентами снизилась с 21% совокупных банковских активов в 2008 г. до 12% в 2013 г.

6. Инвестиции в основной капитал за счет средств государственного бюджета снизились в реальном исчислении на 27% с 2008 по 2013 г., а на частных инвестициях могло негативно сказаться падение рубля во второй половине 2014 г.

7. Чистый предельный доход на основной капитал в 2013 г. оставался ниже, чем в 2006–2008 гг., вследствие низкой совокупной факторной производительности и сокращения численности рабочей силы, в то время как реальные процентные ставки выросли.

8. Уровень загрузки производственных мощностей был в данном периоде уже достаточно высок, что препятствовало дальнейшему росту экономики и снижению инфляции.

2014–2015 годы: период больших шоков

Начиная со второго полугодия 2014 г., события развивались следующим образом.

Во-первых, имело место неожиданное падение экспортных цен: в IV квартале 2014 г. их долларовый индекс был на 33% ниже его значения во II квартале этого года, в течение 2015 г. они упали еще на 28%[29].

Во-вторых, в 2014 г. отток капитала подскочил до 146 млрд долл. США (7% ВВП), а дефицит платежного баланса – до 87 млрд долл. США[30]. В 2015 г. отток капитала составил 61 млрд долл. США (5% ВВП), хотя платежный баланс (по предварительным данным)[31] удалось сбалансировать, отчасти за счет снижения импорта (более чем на 30% в долларовом эквиваленте). Результатом стало двукратное ослабление рубля по сравнению со средним уровнем 2013 г.

В ответ на это была предпринята попытка массовой продажи валюты[32], в результате чего международные резервы сократились на 33% (с 537 млрд долл. США на 01.012013 до 360 млрд долл. США на 01.03.2015). Поэтому в декабре 2014 г. Банк России объявил о переходе к гибкому курсу рубля и об ограничении валютных интервенций[33], что позволило стабилизировать объем валютных резервов.

Дополнительное давление на курс рубля оказал высокий уровень внешней задолженности. Поскольку до этих событий российский нефинансовый сектор активно заимствовал за рубежом, объем совокупного внешнего долга России к началу 2014 г. вырос до 728 млрд долл. США.

Отметим, что в 2003–2012 гг. отношение внешнего долга к ВВП было стабильным на уровне в среднем 30%, несмотря на то что средняя выплата процентов по ним составила 17%, что значительно превышало темпы роста ВВП. Данная стабильность была обеспечена высоким

[27] Соответствующий индекс снизился с 2,449 в 2012 г. до 2,268 в 2014 г. Отметим также, что соотношение цен «торгуемых» и «не торгуемых» товаров снизилось примерно на 5% с 2008 по 2014 г. (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru).

[28] Внутренний частный спрос вырос с 62% ВВП в 2000 г. до 74% в 2013 г.; совокупный внутренний спрос – с 78% ВВП до 94% ВВП в этот период (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru). В соответствии с «поглотительной» теорией платежного баланса это не могло не ухудшить текущий счет.

[29] Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru. 2015; Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru; [1].

[30] Данные Всемирного Банка [3]; сумма статей финансового счета и счета операций с капиталом, представленные Банком России (Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru) дают цифру оттока капитала, равную 175,8 млрд долл. США.

[31] Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru

[32] Объем валютных интервенций 87,8 млрд долл. США за 2014 г. (Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru; [4]).

[33] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов // Вестник Банка России. 2014. № 106; Доклад о денежно-кредитной политике // Вестник Банка России. 2015. № 1.

ОТОЗВАНА RETRACTED

положительным сальдо текущего счета, в среднем составлявшим 25% величины внешнего долга. Но затем это соотношение сократилось до 5% в 2013 г. и до 8% в 2014 г.; упали и темпы роста ВВП. В итоге соотношение долга к ВВП подскочило до 58%[34]. Однако к концу 2015 г. размер внешней задолженности удалось сократить до 515 млрд долл. США (41% ВВП)[35], что должно ослабить дальнейшее давление на рубль.

В попытке уменьшить бегство от рубля и сделать российские активы более привлекательными была повышена ключевая ставка сразу до 17% в декабре 2014 г. Отчасти вследствие этой меры, отчасти из-за международных санкций номинальные процентные ставки также подскочили в два раза. Стремясь избежать резкого сокращения кредитов, Банк России стал обеспечивать коммерческие банки ликвидностью во все больших объемах и снизил ключевую ставку до 15% в феврале, до 14% в марте и до 11% в августе 2015 г., а также ввел новые инструменты по обеспечению ликвидности. Кроме того, были приняты меры по докапитализации банков, а объем минимального страхования вкладов удвоен.

В 2014–2015 гг. Банк России продолжал осуществлять ограничительную политику[36], непосредственной задачей которой является снижение инфляции[37], но ее следствием – рост номинальных процентных ставок (в среднем на 2% в течение 2015 г.) и положительные реальные ставки процента. Рост процентных ставок сделал рублевые инструменты более привлекательными, в результате чего объемы банковских депозитов продолжали расти. Рост депозитов позволил увеличить объемы банковских кредитов бизнесу. Иными словами, удалось избежать банковского кризиса, что уже немало в крайне неблагоприятных обстоятельствах. Косвенным свидетельством стабильности банковской системы также является продолжающийся рост денежного мультипликатора (примерно на 3% в течение 2015 г.).

И все же поставленной задачи добиться снижения инфляции мерами денежной политики в 2015 г. не удалось[38]. Основную роль в этом сыграли девальвация рубля, падение производства и инфляционные ожидания, хотя политика Банка России помогла избежать худших сценариев. Если эта политика будет продолжена, она позволит стабилизировать и инфляцию, и валютный курс, снизить инфляционные ожидания.

Однако негативным следствием упомянутого роста процентных ставок стало снижение инвестиций в основной капитал (примерно на 3% в реальном исчислении в 2014 г. и на 7% в 2015 г.) и падение производства (более чем на 3% в 2015 г.)[39]. Еще одним свидетельством экономического спада стал дефицит консолидированного бюджета России 2015 г., также прямое следствие внешнеэкономических шоков, поскольку в наибольшей степени сократились именно доходы от внешней торговли, дававшие в 2013–2014 гг. примерно 23% совокупных доходов бюджета [1].

Таким образом, шоки 2014–2015 гг. нанесли сильный удар по экономике России, повлекли за собой девальвацию национальной валюты, скачок инфляции, дефицит бюджета и спад производства. Международные санкции усилили названные эффекты. Все это еще раз подчеркивает настоятельность структурных реформ экономики и необходимость снижения ее зависимости от внешнеэкономических факторов [15–20].

Ограничительная политика Банка России, хоть и не смогла полностью предотвратить эти тенденции, позволила их немного смягчить и заложить основы для дальнейшей стабильности как уровня цен, так и валютного курса. Рост процентных ставок, явившийся следствием данной политики, повысил интерес к рублевым инструментам, что поддержало банковскую систему. В то же время он же привел к спаду инвестиций в основной капитал, затруднив тем самым выход из экономической рецессии.

В данных обстоятельствах можно одобрить продолжение принятой денежно-кредитной политики ради достижения цели по снижению инфляции, предсказуемого валютного курса и укрепления банковской системы. Но она должна быть дополнена мерами фискальной политики – снижением налогового бремени и государственных расходов. Сдерживание роста цен, контролируемых государством, и транспортных тарифов также среди первоочередных задач.

[34] Данная закономерность объясняется хорошо известным уравнением платежного баланса [11].

[35] Преимущественно за счет снижения международного заимствования банков, снижения зарубежных кредитов российским предприятиям и размещения долговых обязательств на международных рынках.

[36] Темпы роста денежной базы снизились почти до нуля к концу 2015 г. (Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru).

[37] Цель – 4% годовых к 2017 г. (Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru).

[38] Дефлятор ВВП вырос на 7,3%, а на индекс потребительских цен на 16% (Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru).

[39] Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, группа RIM. URL: www.macroforecast.ru

ОТОЗВАНА RETRACTED

Список литературы

1. World Bank, Russian Economic Report. 2014. № 32. URL: http://goo.gl/gQy6g3.
2. World Bank, Russian Economic Report. 2015. № 33. URL: http://goo.gl/TtsEBZ.
3. World Bank, Russian Economic Report. 2015. № 34. URL: http://goo.gl/RNMnwo.
4. *Niehans J.* Overshooting // The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. London, MacMillan, 1992. P. 110–112.
5. *Obstfeld Maurice, Stockman A.C.* Exchange-Rate Dynamics // Handbook of International Economics. 1985. Edition 1. Vol. 2. Chapter 18. P. 917–977.
6. *Dornbusch R.* Expectations and exchange rate dynamics // Journal of Political Economy. 1976. Vol. 84. № 6. P. 1116–1176.
7. *Frankel J.A.* On the Mark: a theory of floating exchange rates based on real interest rates differentials // American Economic Review. 1979. Vol. 69. Iss. 4. P. 610–622.
8. *Kemp M.C.* Elasticities Approach to the Balance of Payments // The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. London, MacMillan. 1992. Vol. 1. P. 744–745.
9. *Cermeño R., Huver Rivera.* Mexico's Trade Flows in the NAFTA era: Evidence on the Marshall-Lerner condition from a VEC-GARCH approach. URL: https://www.unige.ch/degit/files/4414/3992/7376/Cermeno.pdf.
10. *Cumby R., Levich R.* Balance of payments // The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, P. Newman e. a., eds., L., Mac Millan. 1992. Vol. 3. P. 113–119.
11. *Ершов М.* Пять лет после масштабной фазы кризиса: насколько стабильна ситуация? // Вопросы экономики. 2013. № 12. С. 29–47.
12. *Neary P.* Determinants of the equilibrium exchange rate // Americam Economic Review. 1988. Vol. 78 (1). P. 210–215.
13. *Branson W.H.* Macroeconomic determinants of real exchange rates // NBER Working Paper. 1981. № 801. URL: http://www.nber.org/papers/w0801.
14. *Alexander S.S.* Effects of a Devaluation: A simplified synthesis of elasticities and absorption approaches // American Economic Review. 1959. Vol. 49. P. 22–42.
15. *Vines D.* Absorption Approach to the Balance of Payments // The New Palgrave Dictionary of Economics. London, MacMillan, 1992. Vol. 1. P. 1–3.
16. *Улюкаев А., Куликов М.* Проблемы денежно-кредитной политики в условиях притока капитала в Россию // Вопросы экономики. 2007. № 7. С. 4–19.
17. *Ершов Н.С.* Денежно-кредитная политика России. Монография. М.: Лаборатория книги, 2009. 96 с.
18. *Малхасян А.М.* Факторы формирования эффективной денежно-кредитной политики России // Вопросы современной экономики. 2013. № 2. URL: http://economic-journal.net/2013/07/2125/.
19. *Фатихова И.В., Лоскутова О.Н.* Денежно-кредитная политика России на современном этапе // Международный научно-исследовательский журнал. 2013. № 10-3. С. 89–92.
20. *Саадулаева Т.А.* Совершенствование денежно-кредитной политики в России в современных условиях // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. 2010. № 4-1. С. 27–33.

ОТОЗВАНА
RETRACTED

ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

Monetary Accommodation

RESEARCHING THE STAGES OF THE MONETARY POLICY OF MODERN RUSSIA (2000–2015)

Sergei A. MITSEK[a,•], Elena B. MITSEK[b]

[a] Liberal Arts University, Yekaterinburg, Russian Federation
sergey.mitsek@gmail.com

[b] Liberal Arts University, Yekaterinburg, Russian Federation
emitsek@mail.ru

• Corresponding author

Article history:
Received 19 January 2016
Accepted 16 March 2016

JEL classification: E31, E51, E52, E58, F31

Keywords: monetary policy, economic growth, inflation, interest rate, exchange rate

Abstract

Importance The economic slowdown in Russia necessitates the study of the national monetary policy's efficiency and its impact on the macroeconomic behavior.

Objectives The study aims to analyze stages and results of the monetary policy over 2000–2015 and its impact on major macroeconomic variables, the economic growth, and inflation in particular.

Methods Using the tools of statistical analysis, which are based on econometric estimates, we analyze stages of the Russian monetary policy and its influence on trends in the national economy.

Results The monetary policy pursued by Russia until 2008 generated a number of problems, including inflation, rapid growth of imports, and foreign debt. They were important causes of the 2008–2009 crisis. Vigorous measures taken by the Bank of Russia to provide liquidity eradicated the crisis. The achieved success enabled the Bank of Russia to pursue the policy of inflation targeting aimed at a decline in inflation, increase in real interest rates, savings, loans, and investment. It helped reduce inflation and achieve higher rates of economic growth, however, a number of external factors and internal structural problems exacerbated by the shocks of 2014–2015 resulted in another economic slowdown.

Conclusions and Relevance The monetary policy of Russia has a significant impact on inflation and development of the national economy. In general, it has been quite successful, however, the accumulated structural problems and adverse external shocks increasingly necessitate economic reforms.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

ОТОЗВАНА
RETRACTED

References

1. Russia Economic Report. World Bank Group, Macroeconomics and Fiscal Management, 2014, no. 32. Available at: http://urlid.ru/ah98.
2. Russia Economic Report. World Bank Group, Macroeconomics and Fiscal Management, 2015, no. 33. Available at: http://goo.gl/TtsEBZ.
3. Russia Economic Report. World Bank Group, Macroeconomics and Fiscal Management, 2016, no. 35. Available at: http://urlid.ru/ah96.
4. Niehans J. Overshooting. In: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. London, MacMillan, 1992, pp. 110–112.
5. Obstfeld Maurice, Stockman A.C. Exchange-Rate Dynamics. *Handbook of International Economics*, 1985, edition 1, vol. 2, chapter 18, pp. 917–977.
6. Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 1976, vol. 84, no. 6, pp. 1116–1176.
7. Frankel J.A. On the Mark: the Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Rates Differentials. *American Economic Review*, 1979, vol. 69, iss. 4, pp. 610–622.
8. Kemp M.C. Elasticities Approach to the Balance of Payments. In: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, London, MacMillan, 1992, vol. 1, pp. 744–745.
9. Cermeňo R., Rivera H. Mexico's Trade Flows in the NAFTA era: Evidence on the Marshall-Lerner condition from a VEC-GARCH approach. Available at: https://www.unige.ch/degit/files/4414/3992/7376/Cermeno.pdf.

10. Cumby R., Levich R. Balance of Payments. In: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, P. Newman e. a., eds., London, MacMillan, 1992, vol. 3, pp. 113–119.

11. Ershov M. [Five years after a large-scale phase of crisis: how stable is the situation?]. *Voprosy Ekonomiki*, 2013, no. 12, pp. 29–47. (In Russ.)

12. Neary P. Determinants of the Equilibrium Exchange Rate. *American Economic Review*, 1988, vol. 78 (1), pp. 210–215.

13. Branson W.H. Macroeconomic determinants of real exchange rates. *NBER Working Paper,* 1981, no. 801. Available at: http://www.nber.org/papers/w0801.

14. Alexander S.S. Effects of a Devaluation: A simplified synthesis of elasticities and absorption approaches. *American Economic Review*, 1959, vol. 49, pp. 22–42.

15. Vines D. Absorption Approach to the Balance of Payments. In: The New Palgrave Dictionary of Economics. London, MacMillan, 1992, vol. 1, pp. 1–3.

16. Ulyukaev A., Kulikov M. [Problems of monetary policy under capital inflow to Russia]. *Voprosy Ekonomiki*, 2007, no. 7, pp. 4–19. (In Russ.)

17. Ershov N.S. *Denezhno-kreditnaya politika Rossii. Monografiya* [The monetary policy of Russia: a monograph]. Moscow, Laboratoriya knigi Publ., 2009, 96 p.

18. Malkhasyan A.M. [Factors of formation of effective monetary policy in Russia]. *Voprosy sovremennoi ekonomiki*, 2013, no. 2. (In Russ.) Available at: http://economic-journal.net/2013/07/2125/.

19. Fatikhova I.V., Loskutova O.N. [The monetary policy of Russia at the present stage]. *Mezhdunarodnyi nauchno-issledovatel'skii zhurnal = International Research Journal*, 2013, no. 10-3, pp. 89–92. (In Russ.)

20. Saadulaeva T.A. [Improving the monetary policy of Russia under modern conditions]. *Sovremennye tendentsii v ekonomike i upravlenii: novyi vzglyad = Modern Trends in Economics and Management: a Fresh Approach*, 2010, no. 4-1, pp. 27–33. (In Russ.)

ОТОЗВАНА
RETRACTED