УДК 339.743, 339.924, 339.564

Анатолий БАЖАН

НЕСТАНДАРТНАЯ МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА ЕВРОПЕЙСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Аннотация. В статье проанализирована современная монетарная политика Европейского центрального банка (ЕЦБ). Рассмотрены её теоретические основы, которые, по мнению автора, представляют собой своеобразное сочетание монетаристских и кейнсианских подходов. Доказательство этого положения состоит в том, что ЕЦБ с самого начала своей деятельности следует неизменному правилу поддерживать ежегодный прирост цен на уровне 2%, чтобы обеспечивать одновременно как относительную ценовую стабильность, так и стимулирование хозяйственной деятельности в регионе. Исследованы причины дефляционных тенденций и эффективность использования Европейским центральным банком нетрадиционной денежно-кредитной политики. Под последней автор понимает не только применение ЕЦБ нетрадиционных инструментов регулирования (покупка на финансовом рынке государственных и корпоративных ценных бумаг), но и поддержку слабых экономик Евросоюза, обременённых чрезмерным государственным долгом. Сравнение механизмов инфляционного таргетирования в еврозоне и России позволило определить основной недостаток российской монетарной политики, нацеленной исключительно на снижение инфляции, прибегающей к сжатию денежной массы, даже если это вызывает падение производства. Сформулированы рекомендации по изменению российского банковского законодательства для проведения монетарной политики, которая бы не вредила, а помогала росту национальной экономики.

Ключевые слова: монетарная политика, кейнсианство, монетаризм, инфляция, дефляция, ЕЦБ, Банк России, процентные ставки.

В последнее десятилетие денежное обращение еврозоны испытывает влияние политики количественного смягчения. Европейский центральный банк наращивал денежную массу в экономике региона, чтобы не допустить банкротства кредитных организаций и предприятий других секторов экономики региона и стимулировать

© **Бажан Анатолий Иванович** – доктор экономических наук, главный научный сотрудник, руководитель Отдела экономических исследований, руководитель Центра денежно-кредитных и валютно-финансовых проблем Института Европы РАН. **Адрес:** 125009, Россия, Москва, ул. Моховая, д. 11, стр. 3. **E-mail:** aibazhan@bk.ru

DOI: <http://dx.doi.org/10.15211/soveurope420193748>

повышение товарных цен, попавших в зону дефляции. Первая задача была практически решена и денежные власти, а также соответствующие действия наднациональных структур ЕС и национальных правительств позволили спасти региональную экономику от краха. Выполнение второй задачи неожиданно стало весьма проблематичным делом, и это несмотря на усилия ЕЦБ, снизившего официальную процентную ставку чуть ли не до нулевой отметки. Меры количественного смягчения до сих пор не дают в полной мере желаемого эффекта, что позволило некоторым исследователям утверждать о переходе экономики еврозоны в эпоху “новой нормальности” [Буторина, Цибулина, 2018: 90–101].

Такая ситуация неизбежно порождает вопросы прежде всего теоретического толка. Во-первых, не служит ли столь долгое применение инструментов стимулирования хозяйственной активности свидетельством отхода от традиционной политики Европейского центрального банка, главная цель которой (в официальной трактовке) состоит в обеспечении ценовой стабильности? Во-вторых, каковы причины того, что количественное смягчение пробуксовывает, оказывается неэффективным инструментом стимулирования? В-третьих, означает ли, что монетаризм, который служил, как принято считать, теоретической основой политики ЕЦБ, уступает свое место кейнсианству?

Сочетание монетаризма и кейнсианства

Документы, которые определяют деятельность центрального банка еврозоны (договор об образовании Европейского Союза и Устав Европейской системы центральных банков), свидетельствуют, что монетаризм взят за основу денежно-кредитной политики. Действительно, они объявляют главной целью монетарного регулирования обеспечение стабильных цен, что представляет собой явный крен в сторону монетаристской доктрины. В то же время здесь сделана оговорка: ЕЦБ предоставлено право назначать и преследовать также и другие цели, если в результате таких действий не пострадает стабильность цен. Последняя, таким образом, выступает в виде приоритетной задачи, тогда как другие цели предстают как второстепенные.

Но это в учредительных документах, а в жизни – иначе. На практике центральный банк, проводя политику таргетирования инфляции, всегда сочетает её с мерами, направленными также и на обеспечение экономического роста. Иными словами, для него обе цели (ценовая стабильность и экономический рост) равнозначны. Следовательно, в основе его монетарного регулирования лежит некий симбиоз представлений монетаристов и кейнсианцев.

Действительно, ЕЦБ следует выработанному правилу поддерживать ежегодно годовой прирост цен, приближённый к 2%, что позволяет, по его мнению, обеспечивать как определённую ценовую стабильность, так и отсутствие дефляции, чреватой замедлением экономической активности, падением темпов роста и даже снижением уровня производства в регионе.

Для достижения этого ЕЦБ оперирует официальной процентной ставкой, которую он использует при рефинансировании коммерческих банков и других операций. Его ставка оказывает влияние на проценты по кредитам,

предоставляемым кредитными организациями экономике и населению, а также на ставки по прочим финансовым инструментам и, в конечном счёте, на спрос на товарном рынке, а следовательно, и цены. Повышение официальной процентной ставки преследует цель снижения цен, сокращение стимулирует их рост.

Дополнительным инструментом, позволяющим усилить воздействие ставки центрального банка на цены, служат так называемые обязательные резервы, с помощью которых ограничивается возможность коммерческих банков использовать свои пассивы для финансовых операций. В результате эмиссионный центр страны создает дополнительный спрос на заёмные денежные ресурсы, которые он предоставляет банковской системе. Как следствие, ставки денежного рынка начинают жестко зависеть от ставки центрального банка, а регулирование становится более эффективным [Денежно-кредитная..., 2004: 47–115].

Всё сказанное выше относительно целей и инструментов монетарной политики представляет собой краткое изложение традиционной версии политики ЕЦБ, которая проводилась с начала формирования еврозоны и введения единой европейской валюты. После кризиса 2008–2009 гг. центральный банк стал использовать наряду с традиционными также нетрадиционные методы денежного регулирования.

Это было связано с тем, что до начала финансово-экономического кризиса 2008 г., толчком которому послужил, как известно, дефолт ряда американских банков, финансировавших ипотеку, традиционный порядок регулирования монетарной сферы был достаточно эффективен. Спустя некоторое время после кризиса возникла своеобразная ситуация: несмотря на усилия денежных властей ЕС по снижению ставки, прирост цен устремился к нулю и опасность дефляции встала в полный рост.

Во время кризиса ЕЦБ действовал так же, как и центральные банки ряда других стран. Надо было спасать кредитные организации, поскольку возникла критическая ситуация, чреватая разорением многих европейских банков, из-за вывода из Европы капиталов, принадлежащих американским контрагентам. В качестве контрмеры ЕЦБ приступил к эмиссии дополнительной ликвидности, снизив официальную ставку и расширив кредитование банковского сектора. Менее чем за год – с июля 2008 г. по май 2009 г. – ставка была уменьшена более чем в 4 раза (с 4 до 1%) [Кей..., 2018: 5]. Расширению рефинансирования способствовало также решение ЕЦБ об удовлетворении всех заявок на предоставление банковскому сектору кредитов на срок до 3 лет. Банковская ликвидность в евро быстро нарастала.

В дополнение к обычным мерам по расширению денежной массы с октября 2014 г. центральный банк начал использовать во все большем объеме нетрадиционные для него инструменты регулирования: приобретение в соответствии с Расширенной программой покупки активов (APP) государственных и корпоративных ценных бумаг.

О масштабах и динамике эмиссии ликвидности в этот период говорят данные консолидированной финансовой отчетности евросистемы (всей совокупности подразделений ЕЦБ). В целом активы системы возросли с декабря 2010 г. по декабрь 2018 г. более чем в 2 раза (с 1,9 до 4,7 трлн евро). В определённой части

прирост был обусловлен использованием традиционных мер рефинансирования коммерческих банков, которое увеличилось приблизительно на 43% (с 513,1 до 733,5 млрд евро). Но наибольшая его часть приходилась на выкуп ценных бумаг у резидентов еврозоны в целях проведения активной монетарной политики. Вложения в данный актив увеличились чуть ли не в 20 раз (со 134,5 до 2660,0 млрд евро). Их доля на начало 2019 г. составила примерно 55% от суммы всех активов евросистемы¹.

Нельзя не отметить, что политика количественного смягчения, начатая ЕЦБ в 2008 г., через два года была подвергнута коррекции: процентную ставку (хотя и незначительно по сравнению с четырёхкратным сокращением в 2008–2009 гг.) увеличили в июле 2011 г. до 1,5%². Главная причина – руководство ЕС посчитало, что предыдущее снижение было чрезмерным. По его мнению, оно могло привести к высокой инфляции. Однако последующие события показали ошибочность этой меры, ибо с 2012 г. в еврозоне появились признаки дефляции. Если в 2012 г. прирост потребительских цен (гармонизированный индекс) составил 2,5%, то в 2013 г. – 1,3%, 2014 г. – 0,4%, 2015 г. – 0,0%, 2016 г. – 0,2%³. Дефляционные тенденции в 2016 г. побудили руководство ЕЦБ снизить ключевую ставку до 0%. Она оставалась неизменной до 2018 г.

Улучшение ценовой ситуации имело место уже в 2017 г.: прирост цен составил 1,5%, а в 2018 г. – 1,7%. Это позволило Совету ЕЦБ объявить о завершении в декабре 2018 г. программы рефинансирования коммерческих банков посредством покупки активов (APP). Тем не менее нулевую ставку он планирует применять вплоть до середины 2019 г. с целью достижения инфляции на уровне около 2% [ЕСВ..., 2018].

Была ли дефляция порождена некоторым повышением уровня самой ставки до 1,5% в 2011 г.? Безусловно, нет: во-первых, повышение само по себе было совершенно незначительным; во-вторых, дефляция отсутствовала в предшествующие годы при гораздо более высоких уровнях ставок. Очевидно, действовали иные причины.

Причины дефляции

В экономической литературе можно найти множество версий, которые объясняют проблему дефляции. Тут и влияние торговой экспансии стран Юго-Восточной Азии, поставляющих на рынок ЕС весьма дешёвую продукцию, и последствия экономического кризиса, всё ещё не преодоленные в полной мере, и

¹ Рассчитано автором на основе данных: Consolidated financial statement of the Eurosystem. 21 December 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2018/html/ecb.fst181227.en.html> и Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 24 December 2010. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2010/html/fs101228.en.html>.

² Там же.

³ Евростат. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1>.

падение цен на сырьевые товары, и долговой навес, и отсутствие ограничений на движение капитала, и др.

Определённый интерес представляет мнение, согласно которому использование весьма низких процентных ставок делает саму денежно-кредитную политику малоэффективной, не способной в полной мере элиминировать дефляцию и стимулировать хозяйственную активность. Объяснение данному феномену дал ещё Дж.М. Кейнс, который в своей знаменитой работе “Общая теория занятости, процента и денег”, опубликованной в 1936 г., отмечал, что низкие процентные ставки не заинтересовывают владельцев денег делать инвестиции. В особенности это касается коммерческих банков. Они утрачивают интерес инвестировать ликвидность ввиду её низкой доходности, что снижает спрос на деньги, эмитируемые центральным банком. “В Соединенных Штатах, – писал он, – в некоторые моменты 1932 г. налицо был кризис... ликвидности, когда никого нельзя было побудить расстаться с наличными деньгами на любых разумных условиях” [Кейнс, 1999].

Ряд исследований подтверждают справедливость данного вывода применительно к современной ситуации. В частности, С. Борио и Л. Гамбакорт на основе анализа эмпирического материала по 108 банкам еврозоны, США и Японии пришли к заключению, что снижение ставки приводит к сокращению рентабельности традиционных банковских операций по кредитованию хозяйственных структур и частных лиц. Аналогичный по существу вывод сделали и специалисты Бундесбанка в результате обследования 1500 немецких банков. Вместе с другими факторами, действующими во времена кризиса конца 2000-х гг. и в посткризисный период (такими как формирование значительных долговых “навесов”, обесценение банковской системы и приток денежных средств из чрезмерно раздутых секторов строительства и финансовых услуг), это обусловило, по мнению С. Борио и Л. Гамбакорта, слабое воздействие мер монетарной политики на инвестирование коммерческих банков [Borio, Gambacorta, 2017].

В статье О.В. Буториной и А.Н. Цибулиной “Инфляция в еврозоне: проблемы новой нормальности” проанализированы и другие выводы группы экспертов ЕЦБ, исследовавших эти причины. Низкая инфляция в еврозоне обусловлена как рядом внешних известных причин (динамика цен в долларах на мировых рынках сырья, волатильность эффективного валютного курса, колебания потребительских цен в США), так и внутренними условиями, которые, по существу, не учитывал ЕЦБ. К последним отнесены: уровень реального ВВП и реального потребления, динамика инвестиций, уровень занятости [Буторина, Цибулина, 2018: 94–95].

Авторы статьи справедливо отмечают, что фактор занятости действительно тормозил рост цен в последние годы, поскольку, несмотря на снижение общих показателей безработицы, увеличивалась скрытая её часть (рост количества занятых неполный рабочий день и работающих на основе временных трудовых соглашений), что не способствовало росту заработной платы в регионе, а значит, и усилению спроса и инфляции.

Среди внутренних факторов названы также те, что не только определяют масштабы инфляции, но и испытывают обратное воздействие последней. Действительно, реальное потребление, обусловленное в значительной мере

производством реального ВВП, отражается на совокупном спросе и тем самым на товарных ценах. В то же время, хотя бы в краткосрочной перспективе, уровень цен может стимулировать или тормозить рост ВВП и потребления. То же самое относится к инвестициям: их расширение позволяет стимулировать спрос и рост цен, но, с другой стороны, на настроения инвесторов влияют также сами товарные цены. Ведь инвесторы не заинтересованы вкладывать деньги в проекты в условиях низких цен, которые создают в экономике обстановку низкой деловой активности. Дефляция формирует некий порочный круг. Достигнув определённого масштаба, который приближает прирост товарных цен к нулевым отметкам, она создаёт некую самоподдерживающуюся ценовую среду, которая слабо реагирует на меры центрального банка по снижению официальной ставки.

Нельзя не сказать, что действовала ещё одна причина дефляционных тенденций, которую, как правило, западные эксперты не упоминают в аналитических разработках, – это характер использования эмиссии евро, которую ЕЦБ проводит в ходе реализации политики количественного смягчения. Поскольку евро относится к разряду мировых валют, то его могут применять для оплаты покупок в других странах и он может свободно превращаться в любые национальные деньги. Отсюда, часть эмиссии, пополнив авуары крупнейших европейских банков, затем выпадает из сферы обращения на общем рынке товаров и услуг внутри валютного объединения и соответственно не повышает совокупный спрос, то есть не обуславливает рост цен и ВВП.

Зачастую банки и финансируемые ими организации инвестируют евро вне еврозоны на более динамичных рынках, например в развивающихся экономиках и странах с формирующимися рынками. Особенно привлекательны для них экономики, которые открыты для такого проникновения, где сформированы благоприятные административно-правовые условия, проведена либерализация валютных режимов, а законодательство предусматривает льготы для иностранных инвестиций. Они захватывают финансовые и нефинансовые рынки, получают относительно более высокие доходы, нежели это возможно в еврозоне.

Взаимосвязь между эмиссией ЕЦБ и наращиванием иностранных вложений европейских транснациональных банков установлена в исследовании видного российского экономиста проф. А.В. Навоя. Он показал в своих расчётах, сделанных на основе статистических данных, как в период с 2000 по 2011 гг. изменения параметров иностранных банковских активов ЭВС сопровождались соответствующими изменениями объёма эмиссии евро [Бажан и др., 2017: 63–64].

При фактической поддержке ЕЦБ, в частности, была осуществлена экспансия крупнейших западноевропейских банков в конце 2000-х гг. в странах Центральной Европы, не входящих в еврозону. В итоге транснациональные банки заняли здесь господствующие позиции. Их активы в Венгрии, например, составили 92% от общей суммы банковских активов в этой стране, Польше – 69%, Чехии – 67% [Foreign..., 2012]. Внедрение западных банков в эти страны обусловлено рядом особенностей их экономики, которая служит весьма привлекательным объектом для банковских инвестиций. Здесь применяются более высокие процентные ставки, а значит, можно получать более высокий доход, чем в еврозоне, и не только благодаря более высокой инфляции, но и в силу иных причин. В частности, для

этих стран характерен недостаток денежного капитала по сравнению со спросом на него, поскольку здесь наблюдаются относительно высокие темпы экономического роста.

Влияние мировых цен на энергоносители

Несмотря на действие всего комплекса факторов, обуславливающих дефляционные тенденции, как уже было отмечено выше, в 2017–2018 гг. появились признаки увеличения потребительских цен, прирост которых вроде бы вплотную приблизился к желаемому и идеальному с точки зрения ЕЦБ, двухпроцентному уровню. Являлось ли увеличение результатом проводимой монетарной политики в еврозоне, или это связано с другими обстоятельствами?

Частичный ответ на этот вопрос дает информация Евростата, в которой представлены данные о среднегодовой инфляции и её компонентах в период с 2010 по 2019 гг.

Рисунок 1.

Среднегодовые темпы инфляции и её компоненты в еврозоне

**Euro area annual inflation and its main components (%),
January 2010–April 2019 (estimated)**

eurostat

Рисунок показывает, что наиболее активным компонентом инфляции являются цены на энергоносители, взлеты и падения которых на протяжении 2010–2018 гг. оказывали значительное влияние на общий уровень цен. Именно высокая волатильность цен на этот вид товара обуславливала относительно высокую инфляцию в 2010–2012 гг., дефляцию в 2015–2016 гг. и прирост общего индекса цен в 2017–2018 гг. И это несмотря на то, что доля энергоносителей в общей массе стоимости товаров составляет всего лишь около 10%. Статистические данные дают

также возможность оценить степень влияния цен на энергоносители на темпы инфляции в регионе в последнее время.

Таблица 1.

**Годовая инфляция и прирост цен товаров и услуг без учёта изменения цен
на энергоносители (в %)**

	Апр. 2018	Нояб. 2018	Дек. 2018	Янв. 2019	Февр. 2019	Март 2019	Апр. 2019
Гармонизированный индекс потребительских цен	1,2	1,9	1,5	1,4	1,5	1,4	1,7 (оценка)
Гармонизированный индекс без учёта цен на энергоносители	1,1	1,2	1,1	1,3	1,3	1,0	1,3 (оценка)

Источник: Евростат.

Анализируя данные таблицы 1, следует иметь в виду, что цены на товары энергетического комплекса формируются преимущественно на мировых рынках энергетического сырья. Другими словами, влияние местной монетарной политики на них слабое. Поэтому если инфляционный индекс очистить от цен на энергоносители, то можно более обоснованно судить о действенности мер денежно-кредитной политики. Несмотря на колоссальные инъекции евро в денежный оборот еврозоны, прирост очищенных цен составляет весьма скромные значения, не превышающие уровня 1,3%. Отсюда вывод: монетарная политика ЕЦБ, хотя и обеспечивает еврозоне в настоящее время выход из пресловутой “ловушки ликвидности”, всё-таки продолжает оставаться малопродуктивной.

Нестандартная цель политики ЕЦБ

Поддержание ценовой стабильности и стимулирование хозяйственной активности в регионе следует отнести к стандартным целям монетарной политики ЕЦБ, поскольку они применялись с момента образования валютного союза. В настоящее время центральный банк преследует ещё одну цель, которую можно назвать нестандартной. Его современная монетарная политика используется в комплексе мер, с помощью которых ЕС делает попытки смягчить долговой кризис. Речь идёт о том, что операции по рефинансированию направлены в значительной части на финансовую подпитку стран с высокой долговой нагрузкой. Центральный банк в результате превращается в своеобразный институт поддержки проблемных экономик. Такая поддержка осуществляется в сочетании с проведением в еврозоне политики количественных смягчений. Дело в том, что низкие процентные ставки идут на пользу в первую очередь странам со значительным государственным долгом, так как позволяют им обслуживать долг с меньшими издержками, что для них имеет немаловажное значение.

ЕЦБ облегчает положение стран-должников не только таким способом. Он покупает государственные облигации именно таких стран на вторичном рынке, уменьшая риски дефолта этих государств. В этом случае ЕЦБ предстает в определённой мере как организация, подобная Европейскому стабилизационному

механизму, замедляя наступление неплатёжеспособности и принимая на себя риски невозврата займов.

Надо отметить, что Программа выкупа государственных облигаций нашла поддержку не у всех членов руководства ЕЦБ. Например, член Управляющего совета Европейского центрального банка, президент Бундесбанка Йенс Вайдман подверг её резкой критике [Глава ..., 2015]. И это естественно, поскольку программа выгодна не для всех членов регионального объединения. Она, другими словами, представляет собой проект, по поводу которого возникают противоречия между, с одной стороны, лидерами еврозоны, развитыми странами, донорами ЕС, не имеющими проблем с погашением долга, облигации которых высоко котируются у инвесторов, а с другой – странами с высоким уровнем долга, когда он приближается к критической отметке и эти страны уже не способны самостоятельно расплачиваться по обязательствам.

Лидерам объединения скупка облигаций и перевод их в собственность центрального банка не только не нужна (ведь они самостоятельно могут платить по обязательствам), но и не желательна, ибо на них, в конечном счёте, переносят часть рисков невозврата долга: ЕЦБ – общий финансовый институт, убытки которого распределяются между всеми странами – учредителями этой организации.

Масштабная скупка облигаций и низкие процентные ставки, практикуемые в рамках современной монетарной политики еврозоны, имеют и другой негативный аспект. Такие операции и ставки расхолаживают, снижают заинтересованность национальных правительств принимать адекватные, рациональные решения по сокращению долга, соблюдению должной финансовой дисциплины. Таким образом, современная политика ЕЦБ противоречива также в том смысле, что, не допуская дефолта некоторых стран валютного объединения, она в то же время снижает у них стимулы к сокращению долговой нагрузки, которая служит основанием дефолта.

Недостатки монетарной политики России

История европейской монетарной политики говорит о том, что правящая элита региона никогда не останавливала выбор на какой-либо одной цели: в зависимости от конкретных условий определялась та или иная цель, достижение которой позволяло решать наиболее важные актуальные задачи. Подобный подход естественен, ибо денежно-кредитная политика относится к такому средству управления экономическими процессами, которое определяет многие стороны экономической жизни, а не только стабильность цен. Она в краткосрочной и даже в среднесрочной перспективе способна, как известно, повлиять на такой важный экономический параметр, как рост экономики: способствовать или препятствовать ему. Такова и современная монетарная политика еврозоны. Она направлена на активизацию крайне низкой хозяйственной активности в регионе, применяет для этого количественное смягчение, опускает до самого низкого предела процентные ставки, эмитирует евро через покупку ценных бумаг.

К сожалению, Банк России игнорирует опыт ЕЦБ и в целом историю денежно-кредитной политики Западной Европы. Для Банка России существует единственная

цель в монетарном регулировании – борьба с инфляцией. Он преследует её в течение последних 25 лет, и в основном безуспешно, поскольку инфляция в этот период была весьма высокой за исключением последних двух лет.

Почему же Центральный банк России не учитывает в монетарном регулировании влияние денежно-кредитной политики, в частности, на экономический рост? Могут сказать, что законодательство не позволяет. В нём прописано, что Банк России должен заниматься обеспечением устойчивости рубля, что зафиксировано в Конституции страны и в Законе о Центральном банке Российской Федерации. Почему тогда ЦБ не выступит с инициативой об изменении законодательства? Видимо потому, что его работа по проведению монетарной политики осложнится и повысится ответственность за весьма сложный участок.

Центральный банк Российской Федерации не принимает во внимание и другую очевидную вещь: современные деньги имеют такой характер, что их устойчивость определяется не только монетарными факторами, не только объёмом эмитируемых в оборот денежных масс, но и условиями, непосредственно определяющими товарные цены, минуя влияние на денежную массу. К таким условиям относятся, например, монополизм и колебания курса национальной валюты. Надо заметить: и то и другое у нас имеется в избытке. И если инфляция растёт в результате действия последних, то гасить её за счёт сжатия денежной массы, что постоянно и делает Банк России, значит неизбежно тормозить экономический рост, без какого-либо эффекта в плане стабилизации цен. Такая антиинфляционная политика может породить экономический спад, кризис.

Так и произошло в 2014–2016 гг. К этому времени монетарные власти перешли к способу борьбы с ростом цен, который получил название “таргетирование инфляции”. В качестве промежуточной цели монетарного регулирования используется процентная ставка в сочетании со свободным плаванием рубля. Переход к таргетированию инфляции был обусловлен, по-видимому, тем обстоятельством, что у нас до сих пор живо стремление применять наиболее модные методы денежного регулирования, которые широко используются на Западе. Игнорируется тот факт, что условия функционирования экономики России существенно иные и что свободное плавание рубля в российских условиях зависимости нашей экономики от экспорта энергоносителей приводит к нестабильности его курса. Он становится подверженным резким колебаниям из-за колебаний цен на нефть и газ на мировом рынке, что существенно обогащает валютных спекулянтов, но негативно влияет на хозяйственные процессы.

Цена на нефть тогда обрушилась с высоты 105 долл. за баррель (в начале 2014 г.) до 30 долл. (в январе 2016 г.), что привело, в сочетании с введением санкций, к катастрофическому (более чем в 2 раза) снижению курса национальной валюты. Примеры скачкообразного изменения нефтяных цен встречались и раньше. В частности, в период с 2007 по 2009 гг. они сначала взлетели с 50 до 140 долл. за баррель, затем резко сократились до 40 долл., а потом вновь немного поднялись. В те времена, однако, это не привело к пропорциональному и резкому изменению курсу. Его колебания сглаживались, поскольку активно проводилась политика регулирования с помощью валютных интервенций.

В 2014–2016 гг., поскольку курс обвалился, внутренние цены пошли в гору, и в 2015 г. прирост потребительских цен превысил к тому времени привычный порог в 10%. Он составил 12,9%, хотя центральный банк всю применял таргетирование и ставки ЦБ поднялись до заоблачных высот. Затем случилось “чудо”: прирост стал снижаться, то есть инфляция мало-помалу стала уменьшаться. В 2016 г. она составила 5,4%, а затем сократилась в 2017 г. до небывалого для постреформенной России уровня в 2,5%. Монетарные власти в связи с этим сделали выводы о победе политики таргетирования инфляции. На наш же взгляд, таргетирование здесь ни при чём. Причинно-следственные связи совершенно другие. Наша версия состоит в том, что в 2014–2015 гг. скачкообразный рост внутрироссийских цен в результате быстрого падения курса рубля привёл к длительному, в течение трёх лет, снижению уровня реальных доходов населения, в том числе и доходов предпринимателей. Правительство и центральный банк могли бы компенсировать рост цен увеличением бюджетных расходов и достаточным расширением кредитования экономики под адекватные проценты, но не сделали этого. Более того, Банк России существенно повысил ставки. В результате в 2014 г. реальные доходы сократились на 0,7%, в 2015 г. – на 3,2%, в 2016 г. – на 5,9% [Федеральная..., 2016]. Это значительно уменьшило совокупный спрос на российском рынке, ввергло производство в кризис и в то же время умерило параметры инфляции в 2016–2017 гг. до столь низких показателей. По нашему мнению, удивительное сокращение инфляции следует рассматривать не как победу денежных властей, а как некую реакцию, стихийную коррекцию ценового феномена после его скачкообразного роста. Следует, как представляется, ожидать прироста цен до привычного уровня. Уже в 2018 г. прирост потребительских цен составил 4,3% [Об индексе..., 2018]. На наш взгляд, в 2019 г. он будет ещё больше.

Вывод, который следует из анализа современной российской монетарной политики и её результатов, можно свести к следующему. Эта политика направлена на достижение единственной цели – снижение инфляции и состоит в сочетании плавающего курса рубля и таргетирования инфляции. Она наносит ущерб экономическому развитию страны и противоречит государственной экономической политике ускорения экономического роста, обнародованной в Указе Президента от 7 мая 2018 г. “О национальных целях и стратегических задачах развития...”, который требует не только не допускать среднегодового прироста цен выше 4%, но и ставит задачу превышения темпов экономического роста выше среднемирового уровня.

Целесообразно вернуться к управляемому курсу рубля и внести поправки в действующее законодательство, которые бы предписывали Банку России и Правительству РФ проводить такую антиинфляционную политику, которая бы не вредила, а реально способствовала росту российской экономики.

Список литературы

Бажан А.И., Фёдоров В.П., Навой А.В., Буторина О.В., Тяжелова О.В., Гусев К.Н., Плисецкий Д.Е., Антюшина В.В. (2017) *Роль мировых денег в глобальном управлении*, ИЕ РАН, Москва, Россия, с. 63–64.

Буторина О.В., Цибулина А.Н. (2018) Инфляция в еврозоне: проблемы новой нормальности, *Современная Европа*, № 4, с. 90–101.

Глава Bundesbanka вновь раскритиковал ЕЦБ (2015) Вести (Экономика). 23.01.2015. URL: <https://www.vestifinance.ru/articles/52330>.

Денежно-кредитная политика ЕЦБ. Европейский центральный банк (2004) С. 47–115.

Кейнс Дж.М. (1999) *Общая теория занятости, процента и денег*, Гелиос АРБ, Москва, Россия, 196 с.

Об индексе потребительских цен в декабре 2018 года. Росстат. URL:

http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d04/1.htm.

Федеральная служба государственной статистики. Российский статистический ежегодник – 2016 г. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b16_13/Main.htm/.

References

Bazhan A.I., Federov V.P., Navoiy A.V., Butorina O.V., Tyazhelova O.V., Gusev K.N., Plisetskiy D.E., Antushina V.V. (2017) *Roly mirovih deneg v globalnom upravlenii*, IE RAN, Moscow, Russia, pp. 63–64.

Borio C., Gambacorta L. (2017) *Monetary Policy and Bank Lending in a Low Interest Rate Environment: Diminishing Effectiveness?*, BIS Working Papers, no. 612.

Butorina O.V., Cibulina A.N. (2018) *Inflyaciya v evrozone: problemi novoiy normalnosti*, *Sovremennaya Evropa*, no. 4, pp. 90–101.

Denezhno-kreditnaya politika ECB. Evropeyskiy centralniy bank (2004) Pp. 47–115.

ECB Economic Bulletin (2018) Issue 8.

Federal'naya sluzhba gosudarstvennoy statistiki. Rossiyskiy statisticheskiy ezhegodnik – 2016 g., available at: http://www.gks.ru/bgd/regl/b16_13/Main.htm/.

Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability (2012) IMF Working Paper. January.

Глава Bundesbanka vnov raskritikoval ECB (2015) Vesti (ekonomika). 23.01.2015, available at: <https://www.vestifinance.ru/articles/52330>.

Key ECB interest rates. ECB Statistics Bulletin. (2018). P. 5.

Keyns Dzh.M. (1999) *Obshaya teoria zanyatosti, procenta i deneg*, Gelios ARB, Moscow, Russia, 196 p.

“Ob indekse potrebitelskih cen v dekabre 2018 goda. Rosstat”, available at: http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d04/1.htm.

Federal'naya sluzhba gosudarstvennoy statistiki. Rossijskiy statisticheskiy ezhegodnik – 2016 g. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b16_13/Main.htm/.

ECB's Unconventional Monetary Policy

Author: Bazhan A., Doctor of Sciences (Economics), Head of the Department of Economic studies, Institute of Europe, Russian Academy of Sciences. **Address:** 11-3, Mokhovaya str., Moscow, Russia, 125009. **E-mail:** aibazhan@bk.ru

Abstract. The article analyses the contemporary monetary policy of the European Central Bank and its theoretical basis, which, according to the author, combines monetarist and Keynesian approaches. This is proved by the fact that ECB from its very beginning follows the rule of maintaining the yearly price growth at 2% to secure both relative price stability and stimulation of economic activity in the region. The author studies the causes of deflation trends and efficiency of ECB's use of non-traditional monetary policy, which combines nontraditional regulation instruments (purchase of state and corporate bonds in the open market) with the support of less developed EU economies, burdened by excessive state debt. Comparison of inflation targeting mechanisms in the Eurozone and Russia allowed the author to determine the main downfall of the Russian monetary policy, aimed exclusively at lowering inflation by money supply contraction despite the fact that it may cause production decrease. The article offers recommendations on improving Russian banking regulation providing for an anti-inflation policy which would not hurt, but rather promote the national economy growth.

Key words: monetary policy, Keynesian theory, monetarism, inflation, deflation, ECB, Bank of Russia, interest rates.

DOI: <http://dx.doi.org/10.15211/soveurope420193748>