



## Стремясь к стабильности

**Эльвира Набиуллина** объясняет, как решительные меры экономической политики помогли России избежать более глубокого экономического спада и реформировать банковский сектор

**В ТЕЧЕНИЕ НЕСКОЛЬКИХ КОРОТКИХ МЕСЯЦЕВ** после вступления в должность Председателя Центрального банка России в 2013 году Эльвира Набиуллина столкнулась с растущим экономическим кризисом, вызванным падением цен на нефть, геополитической напряженностью и санкциями. К декабрю 2014 года обменный курс и банковская система находились под серьезным давлением, и экономика приближалась к рецессии. Необходим был решительный ответ, и Центральный банк решил перейти на плавающий курс, объявить о немедленном переходе к таргетированию инфляции и ускорить темпы банковской реформы. Эти решительные действия дали значительные положительные результаты.

Набиуллина, первая женщина на посту Председателя Центрального банка России, была признана лучшим управляющим центральным банком в 2015 году журналом

*Euromoney* и лучшим управляющим центральным банком Европы в 2016 году журналом *The Banker*. Журнал *Forbes* включил ее в список самых влиятельных женщин мира.

В этом интервью с Ольгой Станковой из Департамента коммуникаций МВФ г-жа Набиуллина, которая ранее была министром экономического развития, рассказывает о своем опыте руководства Центральным банком России в этот сложный период.

**Ф&Р: Таргетирование инфляции, то есть когда центральный банк объявляет целевой показатель инфляции и управляет инфляционными ожиданиями посредством своей экономической политики, часто считается довольно сложным и трудоемким для стран с формирующимся рынком. Каковы были причины того, почему этот режим был выбран для России?**

**ЭН:** По опыту других стран мы видели, что инфляционное таргетирование — это режим, который действительно позволяет достичь цели по снижению инфляции и поддержанию ее постоянно на достаточно невысоком уровне. Безусловно, для стран с формирующимся рынком такой режим может быть трудным, потому что и финансовые рынки неглубокие, и, что, наверное, более важно, режим инфляционного таргетирования предполагает управление инфляционными ожиданиями. А для страны с формирующимся рынком, в которой население пережило периоды высокой инфляции, привыкло к высокой инфляции, и у него нет доверия к тому, что можно достичь низкой инфляции на долгую перспективу, это представляет определенный вызов.

Конечно, было очень много критиков перехода к этому режиму, потому что мы — страна сырьевая, и многие считали, что это ограничит эффективность инфляционного таргетирования. Но я считаю, что это решение было принято своевременно и обоснованно, а необходимость такого перехода стала очевидна после кризиса 2008 года.

И мы не переходили к инфляционному таргетированию резко. Мы начали готовиться после кризиса 2008–2009 годов. В первую очередь, был развит инструментарий рефинансирования банков, тот инструментарий, который позволял через управление процентной ставкой, по сути дела, через трансмиссионный механизм, идти к управлению инфляцией. Во-вторых, мы постепенно переходили к более гибкому валютному курсу: от жестко управляемого к более свободному. И третий, очень важный элемент — инфляционное таргетирование — сильно зависит от качества моделей, прогнозов, аналитики. Мы также развивали эту компетенцию. Думаю, что эти три элемента были очень важны для того, чтобы, введя инфляционное таргетирование, мы смогли достичь результатов, которые обещали обществу.

Сейчас, после четырех лет применения инфляционного таргетирования, я считаю, что этот режим подходит таким странам, как Россия, — странам с формирующимся рынком.

Многие из них перешли к этому режиму, и я не знаю при- меров стран, которые официально от него отказались.

**Ф&Р:** Плавающий курс был введен в разгар кризиса в конце 2014 года. Были ли какие-то другие подходящие решения в той ситуации? И было ли возможно управлять еще какое-то время обменным курсом?

**ЭН:** Действительно, мы были вынуждены перейти к плавающему курсу в период рисков финансовой стабильности. Но я убеждена, что откладывать это решение было нельзя. Мы бы просто потратили еще какое-то количество золотовалютных резервов и вынуждены бы были отпустить курс в свободное плавание.

На наш взгляд, плавающий курс сработал достаточно хорошо как «абсорбатор» внешних шоков и позволил платежному балансу очень быстро адаптироваться. Мы этот эффект видели в следующем цикле, в 2016 году. Если помните, в начале 2016 года цены на нефть упали, и благодаря плавающему курсу это прошло малозаметно для финансового рынка в целом.

**Ф&Р:** Вы работали над политикой обменного курса еще до того, как перешли к таргетированию инфляции. Вы бы посоветовали странам, изучающим ваш опыт, перейти на плавающий курс раньше в процессе?

**ЭН:** Мы его освобождали постепенно, и на это ушли годы. Еще до того, как я пришла в Центральный банк, уже началось расширение коридора, повышение гибкости валютного курса.

Есть один момент, на который я хотела бы особенно обратить внимание. Мы действительно отпускали курс в свободное плавание в сложный финансовый период. И тогда было важно действительно отпустить его, на деле, не на словах. Боязнь плавания есть всегда в любой стране, которая отпускает курс, и в сложный период нестабильности эта боязнь возрастает.

**Ф&Р:** Что было сделано Центральным банком, чтобы обеспечить более широкую поддержку той политики, которую Вы проводили, и какова была роль коммуникаций в период кризиса и в последующий период?

**ЭН:** Коммуникации действительно были очень важны в момент, когда мы переходили от одной политики к другой, — как для того, чтобы объяснить обществу, что происходит, так и для того, чтобы показать плюсы новой политики. Тем более что переход к инфляционному таргетированию был сопряжен с непопулярной мерой, повышением ставки, и плавающий курс тоже пугал людей.

Режим инфляционного таргетирования, конечно, предполагает качественно другой уровень коммуникаций с рынком, по сравнению с другими режимами. Он основан на управлении ожиданиями и на прогнозах, поэтому для нас было критически важно наладить эту коммуникацию. Мы значительно расширили наш коммуникационный аппа-

рат, начиная с того, что даты заседаний Совета директоров мы стали объявлять на год вперед, раньше этого не было. Мы также начали проводить пресс-конференции, предоставлять гораздо большее число аналитических материалов, докладов, интервью, опросов и организовывать встречи с инвесторами и аналитиками.

Отдельный аспект — наша работа с регионами. Мы встречаемся с представителями бизнеса, аналитиками, с руководством регионов. Для нас очень важно, чтобы наша политика была понятна. Но, конечно, основная коммуникация — добиваться цели, которую вы провозгласили. Только тогда люди начнут верить тому, что вы говорите, и вашим прогнозам.

Мне хотелось бы отметить еще один важный аспект коммуникации: на первом этапе мы поставили задачу добиться понимания наших действий аналитиками и профессиональными участниками рынка. Сейчас для нас важно общение с широкими бизнес-кругами и населением, чтобы они доверяли нашей политике и могли с большей уверенностью строить свою жизнь, свои бизнес-планы, опираясь на то, что инфляция будет под контролем.

Для людей, которые работают в центральном банке, очень важно понимание того, что они работают на благо общества.

**Ф&Р:** На Центральный банк, в том числе со стороны бизнес-кругов, оказывалось довольно серьезное давление снизить ставку быстрее, чем Вы хотели бы это сделать. Что потребовалось Вам для того, чтобы не поддаться этому давлению?

**ЭН:** Просто мы последовательно проводили свою политику. Нашей задачей было на практике показать, что высокая ставка ведет к тому, что снижается инфляция, и на базе уже низкой инфляции будут снижаться ставки для экономики. Что и стало происходить в 2016–2017 годах. Мы видим, что стало развиваться, например, ипотечное кредитование. А для такого рода кредитования очень важен прогноз инфляции. Мы пытались и пытаемся показать бизнесу на практике, что наша политика — в его интересах, все это нужно, чтобы расширился горизонт бизнес-планирования.

Но для бизнеса это тоже, конечно, не просто. Одно дело, когда вы живете в условиях высокой инфляции и можете перекладывать свои издержки в цены, которые постоянно растут, а другое дело — когда существует этот ограничитель по ценам. И вам, чтобы быть конкурентоспособными на рынке, нужно заниматься повышением производительности труда, снижением издержек.

Это вызов для бизнеса, но это структурный фактор. Мы считаем, что низкая инфляция — это один из структурных факторов для изменения модели экономического развития и повышения производительности.

Сейчас мы наблюдаем временное повышение инфляции в основном в связи с повышением НДС, и мы повысили ключевую ставку, чтобы избежать раскручивания инфляции. Мы ожидаем, что инфляция вырастет до 5,5–6 процентов до конца первого квартала и после этого начнет снижаться. Нас опять критикуют из-за ключевой ставки, но мы также видим, как быстро население привыкло к низкой инфляции, как сильно его беспокоит ее повышение. И это помогает нам правильно расставить приоритеты: низкая инфляция важна для всех. Мы будем делать все, что необходимо для того, чтобы сохранить ее в рамках установленных целей, несмотря на критику.

**Ф&Р:** **Отглядываясь назад, как Вы оцениваете, каковы результаты принятия режима инфляционного таргетирования в России? Сделали бы Вы что-то по-другому с учетом вашего опыта?**

**ЭН:** Я считаю, что режим инфляционного таргетирования, как и плавающий курс, работает.

Во-первых, этот режим позволяет действительно достигать цели по инфляции. Иногда нам говорят, что мы достигаем цели по снижению инфляции, слишком завышая процентные ставки и подавляя экономический рост. Но наши расчеты показывают, что это не очень корректное заключение, потому что у нас сейчас темпы экономического роста близки к потенциальным 1,5–2 процентам. Свидетельством этому является, в том числе, исторически минимальный уровень безработицы. И поднять темпы экономического роста мерами денежно-кредитной политики в условиях, когда он близок к потенциальному, невозможно; нужно заниматься структурными изменениями.

Свою прямую задачу, снижение инфляции, режим инфляционного таргетирования, конечно, выполняет. Вместе с плавающим курсом он помогает экономике быть более устойчивой к внешним шокам. Кроме того, этот режим позволяет и бизнесу, и населению больше доверять рублевым активам: рублевые активы не обесценятся, и покупательная способность рубля будет сохраняться. Одним из показателей этого, среди прочего, является тенденция к девальютизации, дедолларизации депозитов, которую мы наблюдаем. Конечно, есть и меры нашего регулирования, которые этому способствовали. В целом я уверена, что это стратегически правильное решение, хотя, может быть, на уровне «файн-тюнинга» что-то можно было сделать по-другому.

Когда вспоминают о том, что произошло в 2014 году, одни говорят, что все надо было делать раньше, — да, наверное. Но раньше на месяц–два мало бы что изменило. Несколькими годами раньше? — Да, может быть, это было бы лучше.

Существует также противоположная критика; говорят, что, когда мы повысили ставку и ввели плавающий обменный курс, мы напрасно не стали проводить интервенции на валютном рынке. Критики указывают на то, что в тот момент действительно были риски для финансовой стабильности, и утверждают, что в итоге мы допустили слишком сильное изменение курса.

Однако я считаю, что было абсолютно необходимо пережить этот момент. Чтобы произошло изменение режима, важно было, чтобы люди поверили, что курс плавающий и поэтому он должен был найти равновесие рыночным способом. Если бы мы вышли на этот рынок, мы бы просто продолжали тратить золотовалютные резервы, подогревая девальвационные ожидания.

**Ф&Р:** **Вы также провели реформу банковского сектора. Каковы были экономические и политические соображения, которые определили Ваш курс?**

**ЭН:** Я убеждена, что для устойчивого экономического роста нужна устойчивая, сильная финансовая система. Слабая финансовая система не способна поддерживать экономический рост. А в нашей банковской системе накопился целый комплекс проблем, которые мы решаем в последние годы.

Во-первых, в банковской системе не было достаточно реального капитала. Вы помните, что она создавалась очень быстро в начале 90-х годов, без капитала, и капитал не сильно потом в банковскую систему входил. Во-вторых, в результате кризисов 2008, а потом 2014–2015 годов качество активов в банках ухудшилось, эти активы оставались на балансах банков, и надо было что-то с этим делать. Причина еще и в том, что часто банки использовались для недобросовестных практик, для финансирования их владельцами своего бизнеса со всеми последствиями плохого управления рисками и для отмывания незаконных доходов.

Стало совершенно очевидно, что банковскую систему надо оздоравливать, поскольку она в тот момент не могла поддержать рост и при любых негативных событиях требовала больших внешних вливаний, чтобы устоять в условиях кризиса. Понятно, почему пришлось к этому прибегнуть в 2008 и 2014 годах: в условиях кризиса нельзя было допустить краха банковской системы, поскольку тут же возник бы эффект домино и его распространение. Нам пришлось принимать меры для оздоровления банковской системы, чтобы избежать новых вливаний в будущем.

Мы отозвали около 400 лицензий у нестабильных и нечестных банков, и, кроме того, нам пришлось санировать три крупных банка, и это привело к увеличению доли государства в банковском секторе. Мы стараемся выстраивать наше регулирование и надзор таким образом, чтобы одинаково относиться как к банкам с государственным участием, так и к частным. Но мы видим, что у рынка есть запрос на уменьшение доли государства. И мы намерены, безусловно, как только появится возможность, и мы



над этим работаем, выводить на рынок те банки, в капитал которых мы временно вошли.

**Ф&Р:** В 2013 году Вы также приняли на себя ответственность за небанковские финансовые институты, и Центральный банк стал мегарегулятором. Оправдала ли себя эта реформа, как Вы оцениваете результаты?

**ЭН:** Действительно, это, наверное, редкий случай в мировой практике, когда центральный банк отвечает не только за денежно-кредитную политику, надзирает и регулирует не только банковский сектор, но и небанковский. Кроме того, функции комиссии по ценным бумагам также перешли к нам.

Одна из особенностей нашей экономики (может быть, не только нашей) заключается в том, что наши крупнейшие банки часто являются частью групп, в которые входят и страховые компании, и негосударственные пенсионные фонды, и риски у них взаимосвязаны. Видеть полную картину сложно, глядя на банковский сектор сам по себе. Нужно смотреть на взаимосвязи банков и других участников финансовой группы.

На наш взгляд, в подходе мегарегулятора есть много преимуществ, которые стали очевидными, например, когда мы приступили к санации трех крупных групп. Мы смогли получить консолидированное представление о целой группе и выявить риски внутри нее, что позволило нам понять масштаб проблем в этих финансовых группах. Целостный взгляд на регулирование на финансовом рынке уменьшает и регуляторный арбитраж. Нам проще стало применять единые подходы, единые стандарты.

Вполне вероятно, что у мегарегулятора есть и недостатки, потому что центральный банк, с одной стороны, является эмиссионным центром и проводит денежно-кредитную политику, а с другой стороны, он ведет надзор за банками, в том числе отзывает лицензии. Поэтому существует общественное давление, чтобы мы решали проблемы банков за счет эмиссионных источников, поскольку мы не смогли предотвратить их банкротство. И мегарегулятор должен выжить под этим давлением и построить «китайские стены» между, например, банковским надзором и денежно-кредитной политикой.

Но несмотря на эти спорные моменты, на мой взгляд, идея мегарегулятора очень перспективна с учетом того, как развивается финансовый рынок. Стирается грань между финансовыми институтами, они проникают друг в друга, происходит цифровизация финансовой системы, возникновение экосистем, платформенных решений, поэтому, на мой взгляд, нужно комплексное регулирование. И это позволяет лучше видеть риски финансовой стабильности в целом. Часто говорят, что банковское регулирование очень ужесточилось после кризиса 2007 года, а риски перешли в менее регулируемые сектора финансового рынка. Комплексный подход помогает нам лучше видеть теньевую банковскую систему.

**Ф&Р:** Вас считают очень независимым руководителем Центрального банка. Как Вам удалось преодолеть давление, критику?

**ЭН:** Ну, нам не удалось ее преодолеть.

**Ф&Р:** По крайней мере, это не помешало Вам идти намеченным курсом.

**ЭН:** Когда проводятся серьезные изменения, всегда много критиков. Все-таки то, что даже инфляция, которая была для людей, по социологическим опросам, долгие годы проблемой номер один, опустилась далеко вниз по списку, для нас важный итог политики. Низкая инфляция позитивно влияет на социальное самочувствие людей. И для бизнеса низкая инфляция дает снижение ставок, долгосрочное снижение, а не разовое. Это не тот случай, когда кому-то дали дешевые деньги, снизили ставки, а потом ставки резко выросли, потому что раскрутилась инфляция.

**Ф&Р:** Вас сейчас оценивают как очень успешного руководителя центрального банка. Это результат Вашего аналитического подхода и правильного расчета, или был какой-то элемент удачи?

**ЭН:** Я думаю, что важна просто последовательная реализация политики. Цель перехода к инфляционному таргетированию была провозглашена еще до того, как я пришла в ЦБ, и было уже многое сделано для подготовки к переходу. Было важно не паниковать в условиях турбулентности, не метаться, а быть последовательными. Также очень важно не откладывать решения, если они необходимы. Со временем проблемы у центробанкиров обычно не «рассасываются». Решение, принятое с опозданием, дорого обходится обществу. А популистская политика в денежно-кредитной сфере имеет негативные последствия, хотя ее легче проводить.

**Ф&Р:** Какие качества являются необходимыми для успеха руководителя центрального банка?

**ЭН:** Во-первых, опираться на профессионалов, не бояться сильных людей в команде. Инициировать и поощрять дискуссию, чтобы люди не боялись высказывать свое мнение. А потом на базе этих мнений принимать решение и уже не отклоняться от него.

Для людей, которые работают в центральном банке, очень важно понимание того, что они работают на общественное благо, на долгосрочные цели. Мы должны делать то, что обещали обществу. Это ключевой принцип для меня и для наших сотрудников.

В любой политике, включая монетарную, невозможно обойтись без компромиссов, но важно понимать, где провести грань в выборе этих компромиссов.

*Сокращенная версия интервью опубликована в печатном издании Ф&Р за март 2019 года.*