

ПРЕДПОСЫЛКИ И ПОСЛЕДСТВИЯ ВНЕДРЕНИЯ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ

Алексей УЛЮКАЕВ

доктор экономических наук,
профессор ГУ–ВШЭ,
первый заместитель
Председателя Банка России

Олег ЗАМУЛИН

доктор экономических наук,
профессор Российской
экономической школы

Максим КУЛИКОВ

директор Аналитического центра
«Экономас»

Ойковочнн • Полтнкн

OIKONOMIA • POLITIKA

Т е о р и я

1. Анализ международного опыта таргетирования инфляции

Мировой опыт проведения денежной политики позволяет сделать два важных вывода. Первый вывод заключается в том, что денежные власти не могут увеличить выпуск, снизить безработицу или повлиять на любую другую реальную переменную, например, реальный обменный курс, в среднесрочном и долгосрочном плане, в обмен на более высокий уровень инфляции. Попытки увеличить скорость выпуска денег для стимулирования экономики с течением времени приводят к пропорциональному росту цен. В долгосрочном плане результатом таких действий может быть только более высокая инфляция, а выпуск и занятость останутся на своем естественном равновесном уровне.

Вторым важным выводом, вытекающим из международного опыта, является следующее наблюдение: экономические агенты учитывают ожидания будущих событий, когда принимают решения о потреблении и инвестициях, установлении зарплат и цен. В том числе они учитывают не только текущую экономическую политику, но и свои представления о будущих действиях властей. Поэтому, если экономические агенты ожидают высокую инфляцию, издержки ее снижения могут оказаться высокими, так как центральному банку придется сжимать денежное предложение на фоне растущих цен.

Таким образом, политика таргетирования инфляции обуславливается этими двумя уроками: во-пер-

вых, инфляция — это единственная переменная, на которую в долгосрочной перспективе может влиять центральный банк, а во-вторых, во избежание излишних колебаний экономической активности центральный банк должен вести прозрачную и предсказуемую политику с четко обозначенной целью, пользуясь при этом доверием населения. Доверие необходимо для того, чтобы иметь возможность влиять на ожидания экономических агентов.

Однако доверие к целевым показателям инфляции требует также и порядка в сфере государственных финансов, чтобы не было рисков финансирования государственных расходов за счет эмиссии денег. Это требует как минимум независимости денежных властей, а это означает в том числе, что правительство не должно иметь возможность напрямую заимствовать средства у центрального банка. Помимо этой независимости, как правило, требуется разумный подход к составлению государственного бюджета и со стороны самих финансовых органов.

На сегодняшний день более 20 стран перешли к политике таргетирования инфляции. Некоторые из них используют целевые показатели инфляции на протяжении более чем 10 лет, но большинство стран перешло к такой политике после 1998 г., так что в этой сфере пока накоплен небольшой международный опыт.

Разные страны по-разному осуществляли переход к такой политике. Например, в Новой Зеландии, где она применяется наиболее жестко, новый режим денежной политики стал следствием практической проблемы. Подобно большинству стран ОЭСР, Новая Зеландия переживала высокую инфляцию в 1970-х — начале 1980-х годов. Официальное объявление политики снижения инфляции было необходимо, чтобы стабилизировать ситуацию. В Чили и Израиле введение политики таргетирования инфляции также было важным именно в аспекте снижения уже существующей инфляции. Великобритания и Швеция перешли на таргетирование инфляции после валютных кризисов и краха режимов фиксированного валютного курса в начале 1990-х годов. Вместо фиксированного обменного курса этим странам был нужен иной ориентир денежной политики. Постсоциалистические страны (Польша, Чехия и Венгрия) перешли к такой политике постепенно, после того как инфляция уже была снижена до достаточно низкого уровня, но нечеткость в формулировке целей денежной политики продолжала вызывать излишние колебания экономики и замедляла развитие финансовых рынков.

Конкретные механизмы исполнения политики таргетирования инфляции в разных странах различаются. Тем не менее, у них есть многочисленные общие черты, о которых мы можем говорить как об особенностях таргетирования инфляции.

Характеристики политики таргетирования инфляции

Во-первых, в странах, проводящих политику таргетирования инфляции, низкая и стабильная инфляция в долгосрочном плане выступает важнейшей задачей денежной политики. Правительственные учреждения формулируют эту цель в явном виде.

Во-вторых, фиксируются количественные целевые показатели инфляции, которые, однако, в разных странах могут быть неодинаковыми. В некоторых странах, например, Новой Зеландии и Израиле, установлен целевой диапазон инфляции, а не один целевой показатель. В других странах, например, Канаде и Швеции, есть целевой показатель, который находится внутри

целевого диапазона. Общее для всех стран, применяющих таргетирование инфляции, — это наличие симметрии, то есть недопущение инфляции как выше, так и ниже обозначенного целевого показателя.

В-третьих, центральный банк самостоятельно устанавливает значение процентной ставки или иного инструмента денежной политики. Важно, что у центрального банка должны быть инструменты осуществления независимой политики.

В-четвертых, политика центральных банков, таргетирующих инфляцию, предельно прозрачна. Прозрачность важна, так как она делает денежную политику предсказуемой. Таргетирование инфляции предоставляет явные и понятные основания для принятия решений при проведении денежной политики. На практике центральные банки обеспечивают прозрачность различными способами. Наиболее распространенный способ — публикация отчетных материалов, характеризующих денежную политику и результирующую инфляцию, а также прогнозы и план действий на среднесрочную перспективу. Например, в Великобритании центральный банк публикует прогнозы развития экономики и ответные действия денежных властей на два года вперед. В Швеции также используется двухлетний горизонт для целевых показателей инфляции. Отчет содержит сравнительно подробные прогнозы, при этом принципы денежной политики представляются в отдельном документе — протоколах совещаний по денежной политике. Во всех странах, таргетирующих инфляцию, за исключением Исландии, величина процентной ставки (обычного инструмента политики) определяется в предварительно объявленные сроки.

В-пятых, центральные банки в странах, таргетирующих инфляцию, должны тем или иным способом отчитываться за результаты своей денежной политики. Например, Риксбанк в Швеции предоставляет отчет Комитету по финансам Парламента Швеции о проведении денежной политики дважды в год. В Канаде механизм аналогичен. Банк Англии должен публиковать открытое письмо Министерству финансов в случае, если инфляция отклоняется от целевого показателя более чем на 1 пп., где он должен объяснить, почему цель не была достигнута и какие меры будут предприняты. В Норвегии летом 2003 г. Министерство финансов попросило Банк Норвегии предоставить более подробный отчет о фактическом изменении уровня цен: инфляция тогда была более чем на 1 пп. ниже целевого показателя.

Итак, таргетирование инфляции должно быть политикой повышенной прозрачности и подотчетности денежных властей. Это, может быть, более важная составляющая данной политики, нежели собственно цель по инфляции. Последняя играет роль некоего номинального якоря, посылающего четкие сигналы экономике о том, какие действия стоит ожидать от денежных властей. В результате экономика в целом оказывается защищенной от неожиданных поступков центрального банка; уменьшается неопределенность, что способствует более сбалансированному развитию.

*Основные предпосылки для успешной реализации политики
инфляционного таргетирования в развитых
и развивающихся странах*

Хотя многие преимущества политики таргетирования инфляции очевидны, не всегда ясно, возможно ли проводить такую политику в той или иной стране. Часто высказываются опасения, что центральный банк может

потерять контроль над инфляцией. Чтобы этого не случилось, необходимо выполнение ряда условий¹.

Во-первых, центральный банк должен обладать достаточной независимостью. При этом важна не столько законодательно установленная независимость центрального банка, сколько его фактическая возможность оперировать инструментами денежной политики для достижения некоторой поставленной цели. Это подразумевает отсутствие в экономике симптомов фискального доминирования — подчинения и ограничения денежной политики задачам бюджетной политики. Фактически это означает отсутствие или минимальный масштаб заимствований правительства у центрального банка или банковского сектора, широкую базу доходов бюджета, исключаящую необходимость сеньоражных доходов для покрытия расходов, достаточную глубину финансовых рынков в экономике, способных разместить государственный и частный долги. Динамика государственного долга также не должна быть ограничением для денежной политики.

Во-вторых, денежные власти должны воздерживаться от таргетирования уровня или траектории других номинальных переменных, например, заработной платы или номинального обменного курса. Государственные органы, поддерживающие постоянный обменный курс, тем самым подчиняют свою денежную политику цели фиксации обменного курса и не могут эффективно таргетировать напрямую другие номинальные показатели. Если же ограничения обменного курса не столь жестки, как, например, в условиях управляемого плавающего курса или наличия зоны таргетирования, то теоретически такой управляемый обменный курс может сосуществовать с таргетированием инфляции до тех пор, пока действия центрального банка в явном виде указывают на то, что таргетирование инфляции является основным принципом в случае возникновения конфликта целей.

Выполнение этих двух требований, в принципе, является достаточным, для того, чтобы страна могла проводить денежную политику, соответствующую принципу таргетирования инфляции. При этом денежная политика должна содержать следующие элементы:

- явное определение инфляционной цели на некоторый период вперед;
- однозначное указание на то, что достижение заявленной цели является приоритетом;
- построение адекватной макроэкономической модели экономики;
- использование четких принципов реагирования на возникающую инфляцию или ее ожидания.

Все это предполагает, что денежные власти обладают техническим и институциональными возможностями моделировать и предсказывать будущую инфляцию, а также оценивать влияние их политики на будущую инфляцию и другие основные макроэкономические показатели.

Таргетирование инфляции в развитых странах характеризуется некоторыми общими чертами. Оно всегда осуществляется в условиях большой гибкости обменного курса. При этом достигнута высокая степень независимости центрального банка в проведении денежной политики с минимальным давлением со стороны финансовых органов. Основным операционным инструментом выступает краткосрочная процентная ставка, которая оказывает влияние на долгосрочную посредством развитого финансового рынка. Это позволяет

¹ Самое компактное и полное описание этих условий дано, пожалуй, в работе: Carare A., Schaechter A., Stone M., Zelter M. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting / IMF Working Paper WP/02/102, 2002.

центральному банку влиять на совокупный спрос и инфляцию. Денежная политика ориентирована на прогнозы будущего развития экономики.

В отличие от развитых стран, которые более однородны как группа, *развивающиеся страны* имеют различную историю денежной политики и различаются уровнем развития финансовых рынков. Для большинства развивающихся стран с невысокой инфляцией типичная проблема может заключаться в том, что бюджетная политика доминирует над денежной. Существует три основные причины такого доминирования: привычка полагаться на сеньораж как источник доходов, неразвитость и «зарегулируемость» финансовых рынков и неустойчивость банковской системы.

Но даже в тех развивающихся странах, где таких проблем нет, возможность проводить денежную политику сильно зависит от режима обменного курса. Во многих случаях официальный переход развивающихся стран на более гибкие режимы обменного курса не сопровождается фактическим уменьшением внимания к обменному курсу — денежные власти боятся уходить с валютного рынка и отпускать курс. Кроме этого, стабилизационные программы в сочетании с финансовой реформой, проводимые в ряде развивающихся стран, увеличивают нестабильность спроса на деньги, делая тем самым традиционную денежную политику менее эффективной.

Важно отметить еще одну операционную особенность инфляционного таргетирования в развивающихся странах — отсутствие консенсуса относительно оптимального уровня инфляции, на основе которого и формируются ее целевые значения. Однако эта проблема может быть успешно преодолена путем назначения более широкого допустимого интервала отклонения инфляции от цели.

Среди других проблемных точек инфляционного таргетирования в развивающихся странах следует отметить еще две. Во-первых, выбор индекса цен, на основе которого рассчитывается инфляция, должен быть всесторонне обоснован, так как большинство индексов цен в развивающихся странах подвержены шокам со стороны предложения. Во-вторых, существование в экономике широкого спектра регулируемых цен, поведение которых подчиняется особым закономерностям, также должно быть принято во внимание правительством и центральным банком при переходе к режиму инфляционного таргетирования, чтобы нивелировать влияние изменения относительных цен в экономике на инфляцию.

2. Оценка готовности российской экономики и денежных властей к переходу к политике таргетирования инфляции

Риск слишком поспешного перехода к таргетированию инфляции страны, где не выполняются перечисленные условия, заключается в том, что денежные власти могут быстро потерять контроль над инфляцией. Либо в силу политического давления, либо в силу недостаточного понимания структуры экономики, центральный банк в какой-то момент может «разогнать» инфляцию выше планируемой цели, создав тем самым дополнительные инфляционные ожидания в будущем. Эти инфляционные ожидания придется удовлетворять, чтобы не позволить экономике уйти в рецессию, в результате чего контроль над инфляцией будет потерян окончательно.

Однако есть и встречные аргументы, говорящие о том, что выполнение всех этих условий, хотя и желательно, тем не менее, не является жесткой необходимостью. Экономисты Международного валютного фонда Н. Батини и Д. Лакстон в своей работе показывают, что практически ни одна развиваю-

щаяся страна, перешедшая к политике таргетирования инфляции, не отвечала полностью всем требуемым критериям². Тем не менее, не было замечено ни одного провала политики таргетирования инфляции, все эти страны смогли уменьшить как уровень, так и волатильность инфляции и поддерживать стабильность в экономике. Наличие же требуемых предпосылок просто помогает более успешно выполнять поставленные цели.

Тем не менее, есть ряд оснований полагать, что переход к такой политике в полном объеме в нашей стране в данный момент был бы преждевременным. Точнее, переход можно начать уже сейчас, но сделав его постепенным, со временем придавая все большее значение инфляции. Объявить ее главной целью можно лишь когда Банк России почувствует, что обладает всеми необходимыми инструментами и независимостью для того, чтобы достаточно точно выполнять взятые на себя обязательства по целевым показателям инфляции. За время переходного периода необходимо сделать несколько важных шагов по развитию институтов, которые помогут контролировать инфляцию. Ниже мы рассматриваем четыре блока причин, по которым таргетирование инфляции в России сейчас осложнено.

Независимость денежных властей

В литературе по таргетированию инфляции всегда подчеркивается, что для успешного проведения такой политики центральный банк должен обладать значительной степенью независимости. Главное, денежная власть не должна находиться под политическим давлением, заставляющим проводить экспансионную политику в краткосрочной перспективе, жертвуя таким образом долгосрочной финансовой стабильностью. Банк России достиг достаточно большой степени независимости в 1990-е годы, и эта независимость четко прописана в статье 75 главы 3 Конституции РФ: «защита и обеспечение устойчивости рубля — основная функция Центрального банка Российской Федерации, которую он осуществляет независимо от других органов государственной власти». Независимость центрального банка особенно важна именно при таргетировании инфляции, по сравнению, например, с политикой фиксированного обменного курса. Ведь инфляция в отличие от номинального курса не наблюдаема в реальном времени и статистика по ней появляется только с определенной задержкой. Следовательно, центральному банку сложнее противостоять политическому давлению в сторону проведения экспансионной политики. Фиксированный курс в некотором смысле связывает руки денежным властям, которые при такой политике не могут увеличивать денежную массу, кроме как посредством удовлетворения существующего спроса на деньги при текущем обменном курсе. При отсутствии таких ограничений Банк России может поддаться давлению и начать осуществлять экспансионную политику, которая обусловит рост цен и инфляционных ожиданий, что, в свою очередь, ведет к еще большему давлению на денежные власти, требующему отреагировать на эти ожидания и еще сильнее увеличить темп расширения денежной массы. Результатом будет развертывание инфляционной спирали и потеря способности продолжать проведение политики таргетирования инфляции.

Хотя юридическая независимость Банка России зафиксирована в Конституции страны, фактическая независимость требует дополнительного подтверждения. Хотя нет конкретных причин полагать, что политика Банка

² *Batini N., Laxton D.* Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets? IMF manuscript.

России в последние годы противоречила воззрениям руководства Банка на оптимальность денежной политики, налицо мощное общественное давление на денежные власти с требованием противостоять реальному укреплению рубля. Принимая во внимание текущую политическую ситуацию в России, переход к политике таргетирования инфляции требует консенсуса всех основных органов государственного управления по поводу того, что единственной долгосрочной целью денежной политики является поддержание низкой инфляции, а все остальные экономические цели уступают ей по важности. Более того, Банк России должен обладать достаточной независимостью, чтобы противостоять любому внешнему давлению политиков любого уровня, направленному на корректировку его политики. В настоящий момент трудно сказать, обладает ли Банк России подобной независимостью, хотя очевидно, что он выигрывает в сравнении со многими другими развивающимися странами, где зачастую центральный банк напрямую финансирует бюджетный дефицит.

Доверие

Мировой опыт показывает, что для успеха инфляционного таргетирования необходим значительный уровень доверия населения к денежным властям. Центральный банк должен быть в состоянии влиять на ожидания хозяйствующих субъектов, объявляя свои цели на следующий год. Необходимо это по следующей причине. Хотя центральный банк декларирует целевые показатели по инфляции и старается их выполнить, экономические агенты при отсутствии доверия могут ожидать более высокую инфляцию и начать поднимать цены. Подавление данного роста цен потребует еще более агрессивного сдерживания денежной массы. Результатом такого сдерживания на фоне растущих цен будет замедление экономического роста и, в случае России, сильное реальное укрепление рубля. В ответ центральный банк может поддаться давлению и «отпустить» денежную массу, пожертвовав целями по инфляции, либо принять на себя ответственность за замедление экономического роста. Следовательно, переход к таргетированию инфляции лучше всего осуществлять, когда центральный банк явно продемонстрировал способность достичь поставленных целей, а также при отсутствии значительного внешнего давления в сторону отклонения от этих целей.

В настоящее время, по-видимому, не выполняется ни одно из этих двух условий. В 2005 г. Банк России не смог достичь поставленной цели удержать инфляцию в пределах 7,5—8,5% (эта задача была поставлена в ежегоднике Банка «Общие направления денежно-кредитной политики на 2005 год»), и даже более поздней цели в 10%. Хотя такой чрезмерный рост цен можно обосновать тем, что Банк России пытается бороться с реальным укреплением рубля, вызванным чрезвычайно высокими ценами на нефть, такая способность достичь поставленных целей уменьшает доверие к Банку России. Нередко в публичных дискуссиях можно услышать даже такое крайнее суждение, что денежные власти «провалили контроль над инфляцией»³.

³ Например, такая точка зрения была высказана в редакционной статье в газете «Ведомости» от 08.11.2005 «Потомок и Неглинка». В статье также утверждается, что у Банка России отсутствует независимость: «Центробанк РФ оказывается заложником трудносовместимых задач — сдерживать укрепление рубля и инфляцию. Причем приоритет целей меняется в зависимости от политического момента, а расходные инициативы Кремля вообще с ними не координируются. Но это значит лишь, что провал контроля над инфляцией и несостоявшаяся жесткая зачистка банков на пороге системы страхования вкладов не столько вина ЦБ, сколько результат действия неодолимой политической силы».

Причина, по которой не достигнута цель по инфляции в 2005 г., вполне уважительна — необычно высокие цены на нефть. Этот пример показывает важность создания эффективных методов обеспечения прозрачности деятельности, с помощью которых Банк России мог бы объяснять, почему конкретная цель не была достигнута в какой-либо год. Более того, перечень стандартных причин отклонения от целевых значений инфляции можно составить заранее.

Наконец, вышеизложенные соображения подсказывают оптимальное время для объявления новой политики. Принуждение к покупке резервов особенно сильно в период высоких цен на нефть: население ожидает, исходя из прошлого поведения Банка России, что всякий раз с повышением цен на нефть будет осуществляться дополнительная эмиссия денег. Таким образом, если переход на таргетирование инфляции произойдет при таких экзогенных условиях, Банк России в конечном счете будет сдерживать рост денежной массы на фоне растущих инфляционных ожиданий. Результатом станет снижение темпов экономического развития при необычно высоком реальном укреплении рубля. Следовательно, новую политику следует принимать либо в период стабильных или снижающихся цен на нефть, либо после того, как экономика будет изолирована от колебаний цен на нефть с помощью надежного стабилизационного фонда.

Бюджетная политика и стабилизационный фонд

Важнейшим условием для успешного проведения политики таргетирования инфляции является стабильность в бюджетной сфере. В первую очередь, правительство должно избегать чрезмерных бюджетных дефицитов, которые вызывают высокие инфляционные ожидания. Большинство развивающихся стран сталкивались с этой проблемой. Более того, они продолжают сводить государственный бюджет с дефицитом до сих пор, что, в принципе, считается нормальным для таких стран, так как темпы экономического роста в таких странах, как правило, выше средних, и им нужно привлекать внешний капитал для своего развития. Однако ситуация в России прямо противоположная — в течение уже нескольких лет как следствие роста бюджетной дисциплины после кризиса 1998 года и высоких цен на нефть Министерство финансов РФ поддерживает ощутимый бюджетный профицит.

Экономика, зависящая от природных ресурсов, должна брать на вооружение таргетирование инфляции только в сочетании с формированием стабилизационного фонда, который призван предохранить экономику от колебаний, вызываемых движением цен на нефть. Стабильной инфляции, конечно, можно достичь и без стабилизационного фонда, но это предполагает очень большие колебания как реального обменного курса, так и объема производства в экономике в целом. Предельный вариант стабилизационного фонда — когда министерство финансов забирает все поступления от экспорта нефти сверх определенного ценового порога и хранит собранные денежные средства в своих резервах. Когда цены на нефть падают ниже данного порога, из этих резервов компенсируются недостающие средства на стандартные программные расходы. При наличии подобной системы устраняются все колебания экономической конъюнктуры, связанные с ценами на нефть. Министерство финансов РФ движется в направлении создания именно такого стабилизационного фонда: сегодняшняя предельная ставка налогообложения доходов от экспорта нефти приближается к 100%.

Впрочем, сейчас еще, наверное, рано считать функционирование стабилизационного фонда беспроблемным делом. Во-первых, и экономика, и реаль-

ный валютный курс все еще сильно зависят от цен на нефть — в стабилизационный фонд поступают не все сверхдоходы от экспорта сырьевых товаров. Во-вторых, сам стабилизационный фонд еще не пользуется достаточным доверием. Как только накопленные средства превысили установленный законом порог в 500 млрд руб., возникло политическое давление с требованием израсходовать эти средства на государственные инвестиционные проекты или повысить программные расходы. Можно, конечно, привести разумные аргументы в пользу расходования чрезмерных доходов на инфраструктурные проекты, но до сих пор не принято никаких сколько-нибудь прозрачных и прогнозируемых правил реализации подобной политики. Следовательно, экономика по-прежнему чувствительна к непредсказуемым колебаниям финансовых расходов, на которые обязаны реагировать денежные власти.

Финансовая система и инструменты денежно-кредитной политики

Последняя и, быть может, главная причина, по которой переход к политике инфляционного таргетирования может оказаться затруднительным, состоит в неразвитости финансовой системы. Так, в Польше переходу к новой политике предшествовали крупные реформы в финансовом секторе и развитие финансовых рынков⁴.

Есть две основные причины, по которым подобные меры существенно упростят проведение политики таргетирования инфляции. Во-первых, развитая финансовая система будет абсорбировать внешние шоки (например, колебания обменного курса могут хеджироваться форвардными контрактами). Это устранит риск того, что Банку России придется регулярно прибегать к инфляционным мерам по спасению банковской системы в случае локальных кризисов. Во-вторых, хорошо развитый и ликвидный рынок краткосрочного долга с низким риском предоставит Банку России хороший альтернативный инструмент денежной политики. Перейдем к анализу каждой из этих двух причин.

Хорошо развитая банковская система способствует реализации политики таргетирования инфляции, так как меры по поддержанию функционирования испытывающей проблемы банковской системы зачастую входят в конфликт с основополагающей целью поддержания стабильности цен. Яркий пример из новейшей российской истории — паника на рынке банковских услуг летом 2004 г., как правило, именуемая в обществе «кризисом». Во-первых, этот кризис послужил лишним подтверждением хрупкости системы, так как паника началась практически на ровном месте, после отзыва лицензии у одного некрупного банка. Во-вторых, меры по противодействию развитию кризиса, предпринятые Банком России, включали в себя понижение нормы обязательных резервов, для того чтобы обеспечить пострадавшие банки дополнительной ликвидностью, недоступной на рынке межбанковских кредитов. Процентные ставки на однодневные межбанковские кредиты подскочили до двузначных чисел, в определенные дни превышая 20% годовых, в то время как большую часть 2004 г. они не выходили за рамки 1,5% годовых. Спрэд по однодневным ставкам, который в течение года был на достаточно высоком уровне — 1%, поднимался до 4 или 5% во время кризиса.

Таким образом, хрупкая и сегментированная банковская система представляет собой угрозу для таргетирования инфляции, в силу частой необ-

⁴ Jonas J., Mishkin F. Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects // B. Bernanke and M. Woodford (eds). The Inflation Targeting Debate. The University of Chicago Press, 2005.

ходимости спасения банков, испытывающих проблемы. Хорошо развитая система межбанковских кредитов могла бы уменьшить эти риски, так как позволила бы банкам занимать средства друг у друга, лишая Банк России необходимости вступать в игру. Более того, ликвидный межбанковский рынок и в спокойные времена упростит проведение денежной политики, так как ускорит прохождение импульсов этой политики через всю систему и их влияние на всю экономику — трансакции между Банком России и каким-либо коммерческим банком сразу отразятся на стоимости денег во всей банковской системе. Без развитого рынка, однако, действия Банка России повлияют на баланс только одного изолированного коммерческого банка и слабо отразятся на кредитных рынках в целом. Однако сегодня этот рынок остается неликвидным, непредсказуемым и сильно сегментированным, а банковская система в целом остается слабо развитой.

Чтобы сравнить степень развития банковской системы России, например, со странами Центральной Европы, можно посмотреть на такой стандартный индикатор, как доля активов банковского сектора в ВВП. Согласно данным Банка России, на начало 2006 г. у нас в стране этот показатель составлял около 45%. Это немногим меньше, чем 50% в Польше в 1998 г., когда национальный банк этой страны начал таргетировать инфляцию, и намного меньше, чем 150% в Чехии в то же время. Однако кроме общего размера банковской системы и величины совокупных активов, важен также низкий уровень рисков, чтобы вероятность неожиданного возникновения кризисных ситуаций была невелика. Для этого необходимо обеспечить, с одной стороны, консолидацию банковской системы в смысле вымывания с рынка большого количества мелких и ненадежных банков, а с другой — ее диверсификацию, так как большая часть всех активов на данный момент сконцентрирована в двух государственных банках, что мешает развитию конкурентной среды. Кроме этого, необходимо внедрить современную систему пруденциального надзора, как это было сделано, в том числе в Польше в 1990-е годы⁵.

Возможно, самой главной причиной неподготовленности России к успешному таргетированию инфляции является отсутствие альтернативных инструментов, имеющих отношение к какой-либо репрезентативной процентной ставке. Создание такого инструмента необходимо для того, чтобы достичь более жесткого контроля над уровнем цен, чем тот, который достижим при регулировании денежной базы, особенно если учитывать тот факт, что сейчас денежная база регулируется главным образом посредством покупки и продажи валюты. В макроэкономической литературе принято считать, что денежная база слабо коррелирует с уровнем цен. Нарушение связи между ними обусловлено многими факторами, не зависящими от Банка России, например, колебаниями денежного мультипликатора и спроса на деньги. Кроме того, эффект повышения издержек (например, изменения в регулируемых ценах естественных монополий) создает дополнительные краткосрочные колебания индекса потребительских цен, на которые Банку России приходится реагировать. Следовательно, чтобы обуздать инфляцию, денежным властям необходимо иметь другие инструменты, не связанные с рынком иностранной валюты. Исходя из мирового опыта, чаще всего применяется такой инструмент, как операции на открытом рынке — через скупку или продажу краткосрочных правительственных обязательств. Однако такой рынок в России практически прекратил существование после кризиса 1998 года. Хотя с тех

⁵ Подробнее см.: отчет Национального Банка Польши «The Polish Banking System in the Nineties» за 2001 год. Отчет размещен на Интернет-сайте польского Центробанка.

пор он развивался, он остается крайне малым и неликвидным, и его едва ли возможно использовать в целях денежной политики. Согласно данным ИЭПП, суммарные объемы торгов на рынке ГКО/ОФЗ в 2005 г. составили 360 млрд руб., или 1,6% ВВП⁶. Для сравнения, в Польше в 1998 г. объемы торгов только на рынке краткосрочных государственных обязательств составили 650 млрд злотых, или 118% ВВП. Более того, в 1999 г. объемы торгов увеличились до 120% ВВП и превысили 150% ВВП в 2000 г. Кроме этого рынка, в Польше функционируют несколько меньшие рынки собственных облигаций Национального Банка Польши и долгосрочных государственных облигаций. Используя интервенции на этих рынках, Национальный Банк Польши может оказывать значительное влияние на инфляцию.

Таким образом, по нашему мнению, Банк России сможет относительно успешно таргетировать инфляцию только после появления аналогичных рынков в России. Точнее, только после того, как некая процентная ставка окажется эффективной и легко контролируемой промежуточной целью политики. Причина, по которой именно процентная ставка должна являться промежуточной целью политики, заключается в том, что она будет поглощать изменения в спросе на деньги. Если центральный банк фиксирует процентную ставку и происходит экзогенное увеличение спроса на деньги, то коммерческие банки начинают предъявлять дополнительный спрос на заемные средства по этой ставке. Центральный банк автоматически удовлетворяет этот спрос, не меняя промежуточную цель своей политики. Если же центральный банк контролирует денежную базу, то автоматического реагирования на изменения спроса на деньги не происходит. Справедливости ради стоит отметить, что обменный курс также в принципе может выполнять подобную функцию — если центральный банк удерживает номинальный курс на некоем уровне, то увеличение спроса на деньги будет удовлетворено автоматически за счет покупки иностранной валюты.

В принципе, хотя создание альтернативного инструмента является самым важным условием успешного таргетирования инфляции, оно, может быть, является и самым легкодостижимым условием из всех вышеперечисленных. В условиях многолетнего бюджетного профицита едва ли стоит ожидать появления сколько-либо масштабного рынка государственного долга. Вместо этого, Банк России может возобновить выпуск собственных бумаг, как в 1999—2000-х годах. Согласно отчету Банка международных расчетов, использование таких бумаг в целях реализации денежной политики стало очень популярно в ряде развивающихся стран, включая Польшу, Бразилию, Чили, Колумбию, Гонконг, Индонезию, Корею, Перу и Таиланд, — некоторые из этих стран успешно проводят политику таргетирования инфляции⁷. Однако успех такой политики все равно зависит от ликвидного денежного рынка, в котором Банк России мог бы осуществлять операции со своими обязательствами.

Наконец, неликвидность денежных рынков можно во многом обойти, используя операции прямого и обратного репо, особенно если задействовать большое количество активов, используемых в качестве залога. Ведь при таких операциях активы не продаются, а просто используются как залог. Банк России, как и большинство других центральных банков, активно использу-

⁶ Российская экономика: тенденции и перспективы (Ежемесячный обзор). Апрель 2006. М.: ИЭПП.

⁷ Monetary Policy Operating Procedures in Emerging Market Economies // Bank of International Settlements Policy Papers. 1999. No 5.

ет этот инструмент, но пока объемы привлеченных средств не позволяют стерилизовать денежную массу, эмитируемую при скупке резервов. Так, на середину ноября 2005 г., задолженность Банка России по операциям обратного репо была равна 97 млрд руб., в то время как за 2004 г. денежная база в широком определении выросла более чем на 470 млрд руб., по данным Банка России. Однако в сочетании со Стабилизационным фондом, который освобождает Банк России от необходимости скупать нефтедоллары, операции репо могут оказаться достаточным инструментом политики.

Итак, Банку России необходимо не только получить инструмент денежной политики, но и понять механизм, посредством которого этот инструмент влияет на российскую экономику. С учетом ее нестандартной структуры, этот механизм может также отличаться от аналогичных механизмов в других странах. Следовательно, необходимо построение модели национальной экономики, что также называют среди важнейших условий, необходимых для перехода к таргетированию инфляции.

Готова ли Россия к таргетированию инфляции?

Россия на данный момент выглядит слабо подготовленной к политике таргетирования инфляции. Для того, чтобы такая политика была успешной, необходимо совершить ряд шагов по направлению к политической и макроэкономической стабилизации, а также развивать финансовые рынки, что потребует усилий всех ветвей власти:

- должно быть достигнуто согласие всех ветвей власти по поводу того, что основной целью денежной политики должно быть поддержание стабильного уровня инфляции;
- Банк России обязан продемонстрировать способность достичь объявленных целей инфляции даже ценой других макроэкономических индикаторов; список причин, допускающих отклонения от объявленных целей, должен быть составлен заранее и опубликован;
- необходимо ускорить развитие финансового сектора, создать систему пруденциального надзора, диверсифицировать банковский сектор, межбанковский рынок кредитов должен стать единым и ликвидным;
- денежный рынок краткосрочных долговых обязательств должен по объему торгов приблизиться к годовому ВВП России.

Все эти условия не являются жесткими и не имеют четких количественных параметров. Банк России может начать переходить к политике таргетирования инфляции и до их выполнения. Более того, можно считать, что Банк России уже начал следовать легкому варианту такой политики. Однако надо уяснить, что чем больший прогресс будет достигнут по указанным здесь направлениям, тем с большей точностью Банк России сможет таргетировать инфляцию. На данный момент, как мы видим по опыту 2005 г., отклонение в 3 пп. от объявленной цели оказывается вполне вероятным.

3. Таргетирование инфляции и экономический рост

Основные факторы, влияющие на динамику обменного курса рубля

При анализе готовности российской экономики к переходу к политике таргетирования инфляции следует также рассмотреть важнейшие факторы, определяющие валютный курс — как номинальный, так и реальный.

Во-первых, необходимо отметить, что в промышленно развитых странах, проводящих политику плавающего валютного курса, номинальный и реальный валютные курсы, как правило, сильно коррелируют друг с другом: коэффициент корреляции нередко превышает 0,95. Кроме того, в этих странах весьма высока волатильность валютных курсов, причем среднеквадратичное отклонение в несколько раз превышает соответствующие показатели для денежных агрегатов и цен. Хотя современная макроэкономическая литература еще далека от консенсуса в вопросе о причинах такой волатильности, чаще всего в качестве объяснения приводится наблюдаемый факт очень малого краткосрочного переноса изменений валютного курса в цены импортных товаров, что позволяет валютному курсу колебаться в широких пределах, не оказывая заметного влияния на экономику. Тогда движущей силой колебаний номинального валютного курса становятся факторы спекулятивного портфеля. Более того, поскольку уровень цен в значительной степени независим от валютного курса, а цены изменяются медленно, динамика номинального валютного курса немедленно транслируется в динамику реального валютного курса аналогичной величины.

Иная ситуация в России, как и во многих других развивающихся странах. Степень переноса валютного курса в цены, вероятно, намного выше: имеющиеся ограниченные данные указывают на величины порядка 50% от валютного курса в индекс потребительских цен в течение месяца⁸. Такая высокая степень переноса сама по себе должна стабилизировать номинальный валютный курс и приводить его в соответствие с равновесными относительными ценами. Кроме того, высокий уровень переноса делает экономику более чувствительной к колебаниям обменного курса, а потому Банк России вынужден сглаживать колебания обменного курса.

Действительно, начиная с кризиса 1998 года Банк России официально провозгласил политику регулируемого плавающего курса, которая в какой-то мере сглаживает колебания номинального валютного курса. Таким образом, колебания реального валютного курса (точнее, динамика реального валютного курса) были связаны в первую очередь с изменениями в уровне цен, а не с номинальным курсом. Перейдем к анализу движения реального валютного курса.

По нашему мнению, реальный валютный курс применительно к России правильнее всего трактовать как цену отечественных неторгуемых (non-tradable) товаров, соотношенную с ценой импортных товаров. При определенных допущениях такая оценка реального валютного курса пропорциональна измеряемому реальному обменному курсу, который определяется как номинальный валютный курс, умноженный на уровень цен за рубежом и деленный на уровень внутренних цен. Эти два измерения дают аналогичные результаты вследствие того, что внутренний индекс потребительских цен учитывает как импортные товары (или их близкие аналоги), так и отечественную неторгуемую продукцию (например, услуги). Импортные товары должны продаваться во всех странах по аналогичной цене; следовательно, колебания реального валютного курса не должны возникать из-за колебаний цен на импортные товары относительно цен на их аналоги за рубежом. Напротив, реальный валютный курс должен колебаться вследствие изменений в ценах отечественных неторгуемых товаров и услуг относительно внешнеторговых товаров. Иллюстрирует сказанное динамика относительных цен на некоторые услуги в период 1997—2005 гг. (рис. 1).

⁸ См.: *Korhonen I., Wachtel P. A note on exchange rate pass-through in CIS countries // The Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT). Discussion Papers. 2005. No 2.*

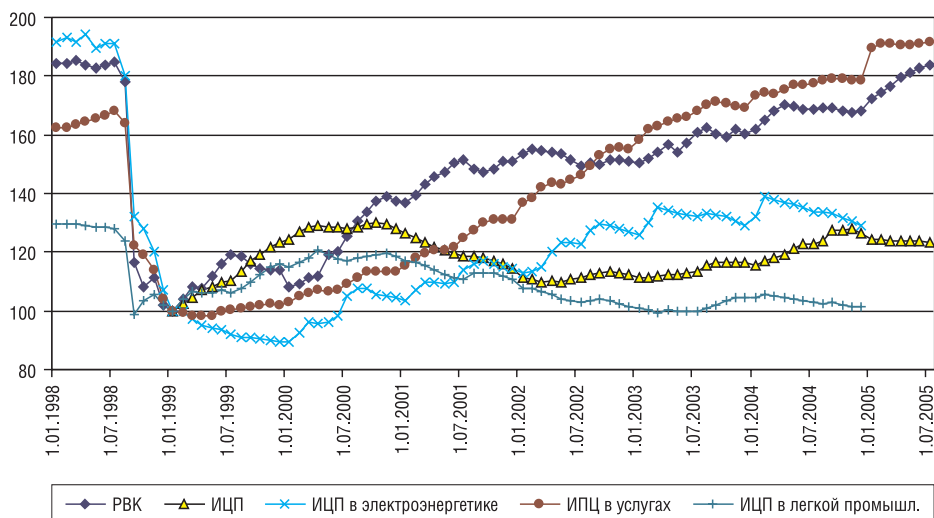


Рис. 1. Реальный курс и индексы цен, дефлированные ИПЦ

Источник: Росстат.

На рисунке 1 показан реальный валютный курс, а также ряд некоторых индексов цен неторгуемых товаров, дефлированных общим индексом потребительских цен. Здесь отражены индекс потребительских цен в сфере услуг, а также индексы цен производителей по несырьевым материалам, электроэнергии и легкой промышленности. Все эти ряды нормированы к 100 на январь 1999 г. Из рисунка 1 видно, что индекс услуг относительно индекса потребительских цен вырос примерно на 90% — почти один к одному с реальным валютным курсом. Это ясно демонстрирует, что реальное удорожание вылилось главным образом в повышение цен на неторгуемую продукцию. В то же время индекс цен производителей в сфере промышленных товаров вырос лишь незначительно больше, чем общий уровень потребительских цен: в легкой промышленности в период между январем 1999 г. и декабрем 2004 г. цены увеличились точно в том же соотношении.

Из рисунка 1, разумеется, не следует, что реальное удорожание не вызвало уменьшения конкурентоспособности отечественных промышленных товаров. Поскольку цены на продукцию легкой промышленности выросли в том же соотношении, как и индекс потребительских цен, это означает, что они повысились примерно на 180%, что составляет показатель кумулятивной инфляции в период 1999—2004 гг. В то же время цены на импортные товары выросли гораздо меньше, поскольку курс доллара увеличился с января 1999 г. всего лишь примерно на 25%, евро — на 33%, а кумулятивная инфляция не превысила 15% ни в США, ни в Еврозоне.

Значительную часть индекса цен на услуги составляют регулируемые правительством тарифы, в том числе на жилищно-коммунальные услуги и транспорт. Это обстоятельство лежит в основе часто высказываемого тезиса, что источником инфляции (а следовательно, повышения реального валютного курса) в России является рост контролируемых государством цен и что, следовательно, повышение реального валютного курса определяется государственной политикой. По нашему мнению, эта точка зрения не вполне точно отражает реальность. Рост цен на услуги является не причиной повышения реального валютного курса; он сам и *есть* повышение реального

валютного курса. Причиной же, скорее всего, является приток «нефтедолларов» и, как следствие, увеличение спроса внутри страны. Именно этот спрос обусловил повышение цен на все товары, но больше всего на услуги, которым не приходится конкурировать с импортом. Соответственно, по данным Росстата, средняя реальная заработная плата более чем удвоилась. По нашим оценкам, повышение реального валютного курса, наблюдаемое с 1999 г., примерно соответствует теоретическому прогнозу при условии роста валютных поступлений⁹.

Здесь имеет смысл сравнить реальное удорожание российской валюты, имевшее место в 1995—1998 гг. и ставшее одной из причин финансового кризиса, и посткризисное реальное укрепление. Часто можно услышать озабоченность тем, что реальный курс сейчас приблизился к докризисному уровню, что чревато повторными катаклизмами. На наш взгляд, природа текущего укрепления в корне отличается от предыдущего, и оно не должно вызвать опасений грядущего кризиса. В 1995—1998 гг. укрепление явилось следствием политики валютного коридора, введенного с целью остановки высокой инфляции 1992—1995 годов. Такая тенденция довольно часто наблюдается в странах, использующих такой метод остановки инфляции¹⁰. Происходит это потому, что после фиксации номинального курса цены по инерции продолжают расти в силу того, что центральный банк продолжает расширять денежную массу, несмотря на фиксированный номинальный курс. Так или иначе происходит неравновесное укрепление национальной валюты, не подкрепленное никакими основополагающими факторами, которое и может привести к кризису. Следовательно, докризисный реальный курс был не «высоким», а завышенным, и именно это было слабым местом российской финансовой системы.

Однако посткризисное укрепление, вероятно, вызвано именно равновесными причинами, главным образом, притоком «нефтедолларов» и, хотя и в меньшей степени, ростом производительности труда. Следовательно, текущий курс следует считать именно высоким, но не завышенным.

Подытоживая сказанное, подчеркнем, что, по нашему мнению, реальный валютный курс рубля определяется главным образом доходами от сырьевого экспорта. Что же касается номинального валютного курса, он диктуется в первую очередь Банком России. Вследствие сдерживания номинального валютного курса реальное удорожание происходит через рост цен и внутренней инфляции, а не через корректирование номинального курса.

Динамика денежных показателей, обменного курса и реального роста при таргетировании инфляции

Если главное внимание уделяется удержанию инфляции на определенном уровне, другие переменные, и особенно валютный курс, непременно становятся более подвижными и, в принципе, более волатильными. Однако данный тезис не следует абсолютизировать. Даже в случае таргетирования инфляции валютные курсы должны оставаться важным показателем, за ко-

⁹ См.: *Zamulin O., Sosunov K.* Can Oil Price Explain the Real Appreciation of the Russian Ruble in 1999—2005? // Тр. № 83 / ЦЭФИР, РЭШ. 2006. (Работа подготовлена в рамках исследовательского проекта Российской экономической школы «Поведение реального курса в переходной экономике» в 2002—2004 гг.).

¹⁰ Подробнее см.: *Calvo G., Végh C.* Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries // J. Taylor, M. Woodford (eds). *Handbook of Macroeconomics*. North Holland, 1999. Vol. C. P. 1531—1614.

торым должен следить центральный банк. Зачастую, как будет показано ниже, стабилизация обменного курса является частью политики стабилизации инфляции. Н. Батини и Д. Лакстон¹¹ отмечают, что страны, перешедшие к политике таргетирования инфляции, в целом смогли стабилизировать колебания обменного курса в большей степени, чем те страны, которые не придерживаются такой политики. Разумеется, при этом волатильность курса все же увеличилась в тех странах, которые до таргетирования инфляции придерживались политики фиксированного обменного курса.

Почему же некоторая стабилизация курса важна при таргетировании инфляции? Следить за ним необходимо хотя бы потому, что колебания номинального валютного курса транслируются в цены импортных товаров во внутренней потребительской корзине и тем самым отражаются и на уровне инфляции. Следовательно, реакция властей на колебания номинального курса особенно важна в России, где степень переноса номинального курса в индекс потребительских цен очень высока. Это, в том числе, объясняется распространенной практикой номинирования цен в иностранной валюте, главным образом, в долларах США, или условных единицах. Эта практика усложняет действия денежных властей, так как им приходится в большей степени концентрироваться на стабилизации курса. Однако стоит ожидать, что со временем по мере стабилизации инфляции и увеличения доверия к отечественной валюте степень переноса номинального курса в цены снизится, как в большинстве других стран, и следовательно, Банку России можно будет обращать меньше внимания на флуктуации номинального обменного курса.

Чтобы иметь возможность прогнозировать колебания номинального обменного курса в режиме таргетирования инфляции и реагировать на эти колебания, центральному банку нужно иметь представление о движущих силах этих колебаний. И. Йонас и Ф. Мишкин отмечают, что центральный банк должен реагировать по-разному в зависимости от источников воздействия на валютный курс¹². Оно может идти либо со стороны реальных факторов, то есть быть связано с изменившимися условиями торговли или производительности труда, либо представлять собой спекулятивные колебания портфельного характера. В случае реальных шоков, особенно длительных, денежно-кредитная политика, как уже говорилось, мало чем может помочь (да и не должна использоваться для этих целей); следовательно, в таких ситуациях нужно допускать колебания валютного курса, как номинального, так и реального. В случае же спекулятивных ударов по номинальному валютному курсу, которые возникают вследствие краткосрочного движения капитала, нужно выравнивать номинальный валютный курс, с тем чтобы предупредить нежелательное влияние как на обрабатывающую промышленность, так и на экономику в целом.

Остановимся на последнем моменте. Представим себе, что увеличился приток спекулятивного капитала в российскую экономику. Это приводит к повышению стоимости рубля и оказывает понижающее давление на цены, следствием чего оказывается снижение инфляции. В этом случае необходимо вмешательство Банка России, который должен противодействовать такому повышению курса рубля. Используя имеющиеся сегодня в его распоряжении инструменты, он должен купить часть избыточной массы иностранной валюты, что будет сдерживать рост импорта и одновременно восстановит инфляцию на намеченном уровне. При появлении более современных инструментов денежной политики того же можно достичь за

¹¹ *Batini N., Laxton D.* Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets?

¹² *Jonas J., Mishkin F.* Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects.

счет понижения процентных ставок, что приведет к снижению спроса на рубли и расширению денежной массы. Таким образом, таргетирование инфляции и отражение спекулятивных колебаний валютного курса дополняют друг друга; следовательно, от этого источника не следует ожидать слишком многого в плане повышения волатильности номинального валютного курса при политике таргетирования инфляции.

Поучительным примером такого сглаживания номинального курса ради достижения целей по инфляции можно считать опыт Новой Зеландии, которая некоторое время в период до 1998 г. использовала в качестве инструмента денежной политики среднее взвешенное процентных ставок и номинального обменного курса. Идея была именно в том, что номинальное укрепление национальной валюты ведет к дефляции через уменьшение импортных цен, а увеличение процентной ставки ведет к дефляции через ограничение денежного предложения. Следовательно, поддержание этого индикатора на относительно постоянном уровне должно гарантировать стабильную инфляцию. Однако этот опыт оказался неудачным, и Новая Зеландия в скором времени отказалась от такого инструмента. Дело в том, что механическое следование правилу поддержания такого индикатора на постоянном уровне игнорировало вышеописанную логику, согласно которой реакция на изменение номинального курса должна зависеть от причины этого изменения. Если курс колеблется по спекулятивным причинам, то индикатор, подобный новозеландскому, может быть очень полезным. Однако когда в 1997 г. Новая Зеландия, как и многие другие страны, оказалась перед фактом падения экспортных цен, обусловленного чередой азиатских кризисов, политика поддержания этого индикатора на постоянном уровне оказалась ошибочной. Резервный Банк этой страны отреагировал на удешевление национальной валюты увеличением процентных ставок, в расчете, что оно «собьет» инфляцию и вернет обменный курс ближе к изначальному уровню. Однако это удешевление новозеландской валюты было равновесным и было вызвано реальным шоком, а именно ухудшением условий торговли. Следовательно, увеличение процентной ставки только усугубило рецессию, ужесточив денежную политику. Резервный Банк вскоре признал ошибку и снизил процентные ставки.

Действия Резервного Банка Новой Зеландии во многом напоминают действия Банка России в преддверии августовского кризиса 1998 года. Тогда в России тоже, после падения мировых цен на нефть, было принято решение поднять процентные ставки и бороться за удержание фиксированного курса рубля. Однако эта политика привела, как и в Новой Зеландии, к усугублению кризиса, а фиксированный курс, который уже не соответствовал равновесному значению, отстоять так и не удалось. Ту же ошибку совершили денежные власти Чили. А Резервный Банк Австралии, наоборот, изначально не стал бороться за обменный курс, позволив ему опуститься примерно на 20%, и понизил процентные ставки, что смягчило удар по экономике. При этом уровень инфляции увеличился несильно, так как падение цены экспортных товаров понизило совокупный спрос. Таким образом, в случае больших и продолжительных изменений условий торговли имеет смысл допускать большие колебания обменных курсов.

Следовательно, спекулятивные колебания валютного курса должны стерилизироваться при таргетировании инфляции, а колебания, вызванные реальными шоками, — нет. Учитывая тот факт, что российская экономика подвержена именно колебаниям реального характера, а именно колебаниям экспортной выручки при изменениях цены на нефть, можно было бы ожидать значительного увеличения колебаний номинального курса. Однако,

как указано выше, таргетирование инфляции имеет смысл вводить только в сочетании с надежным функционированием стабилизационного фонда, способного нейтрализовать эти колебания. В таком случае волатильность обменного курса возрастет не так сильно.

Чтобы оценить, какую все же дополнительную волатильность следует ожидать при переходе к таргетированию инфляции, рассмотрим опыт Польши. Ситуация в этой стране, с точки зрения подверженности движениям капитала, сходна с российской. В 1998 году Польша перешла от политики привязки валюты к политике таргетирования инфляции. На рисунке 2 показан обменный курс польского злотого к доллару США, а также к немецкой марке, позже — к евро.

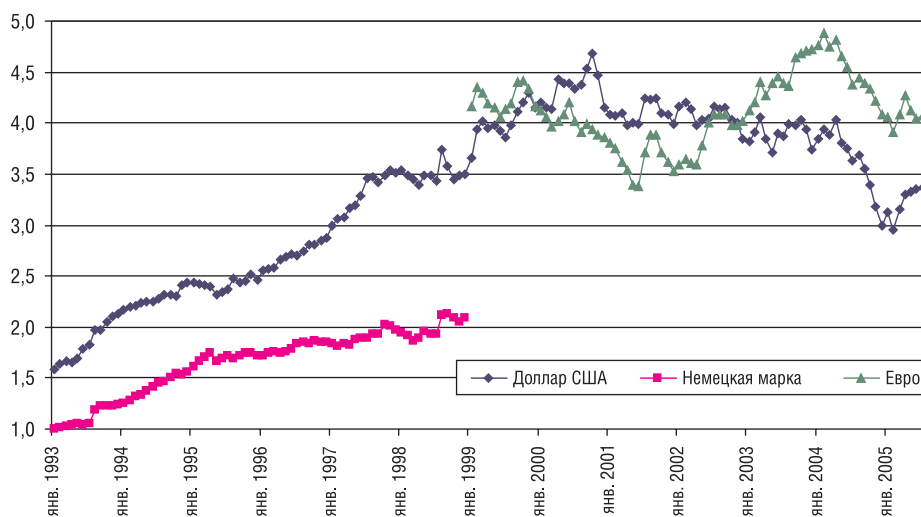


Рис. 2. Обменный курс (польский злотый)

Источник: Национальный банк Польши.

Хотя злотый был привязан к корзине валют, из рисунка 2 видно, что до 1998 г. обменный курс изменялся очень плавно относительно как американского доллара, так и немецкой марки. После перехода на таргетирование инфляции оба обменных курса стали намного более волатильными, причем доллар колебался в пределах от 3 до 4,6 злотых, а евро колебался между 3,4 и 4,9 злотых.

Еще одним подходом к оценке влияния таргетирования инфляции на валютный курс может послужить анализ среднеквадратичных отклонений ежемесячного процентного роста денежного агрегата М2, валютного курса и индекса потребительских цен. В Польше, начиная с 1998 г., эти показатели составляли 1,65, 3,08 (к доллару) и 0,59 (табл. 1). Такая картина типична для страны с плавающим обменным курсом: цены более ровные, чем денежная масса, зато обменный курс гораздо более волатилен. Как мы видим, волатильность обменного курса более чем в пять раз превышает волатильность уровня цен, а это значит, что реальный валютный курс тоже должен колебаться в достаточно значительных размерах.

Для сравнения укажем, что в России в период с января 2000 г. по настоящее время среднеквадратичное отклонение ежемесячного роста М2 составляет 3,33, обменного курса — 1,16 и индекса потребительских цен — 0,68.

Т а б л и ц а 1

Среднеквадратичное отклонение ежемесячного процентного роста

	M2	Номинальный валютный курс (относительно доллара США)	Индекс потреби- тельских цен
Польша 1993—1997	1,41	1,68	1,02
Польша 1998 — настоящее время	1,65	3,08	0,59
Россия 2000 — настоящее время	3,33	1,16	0,68

Источник: Национальный банк Польши, Банк России, Росстат.

Мы видим, что в России валютный курс менее волатилен, чем денежная масса в обращении. Это является отражением того факта, что в данный период Банк России стремился сделать валютный курс почти фиксированным. Вместо этого денежная масса была крайне волатильной, что свидетельствует как о регуляторной покупке Банком России валютных резервов в ответ на приток иностранной валюты, так и о колебаниях спроса на деньги.

Если провести сравнение с Польшей периода 1993—1997 гг. (до начала таргетирования инфляции), мы обнаруживаем, что инфляция в этой стране, действительно, была намного более волатильной, а валютный курс — намного менее волатильным. Интересно, однако, что польский обменный курс был все равно более волатилен, чем денежная масса в обращении (пусть и не намного), что свидетельствует о том, что допускались колебания валютного курса. Действительно, волатильность польского обменного курса в 1994—1998 гг. выше российского обменного курса в 2000-е годы. Более того, для польской инфляции было характерно весьма большое среднеквадратичное отклонение до начала ее таргетирования, значительно большее, чем в России сегодня. После начала ее таргетирования, волатильность инфляции упала значительно, но Россия отстает от нее ненамного (табл. 1). Следовательно, России стоит ожидать, что для достижения такой же степени стабильности цен, как в Польше, слишком сильно жертвовать стабильностью курса не придется.

Обобщим сказанное. Переход к таргетированию инфляции в России может привести в существенному увеличению колебаний номинального валютного курса, особенно если учитывать, что главная движущая сила российского обменного курса — цена на нефть. Среднеквадратичное отклонение номинального курса может вырасти примерно в два раза. Напротив, колебания денежной массы, по-видимому, уменьшатся также примерно в два раза, потому что денежные власти прекратят реагировать на колебания в экспортных доходах посредством интервенций на валютном рынке. При этом стоит еще раз отметить, что увеличения волатильности обменных курсов можно во многом избежать, если будет обеспечена надежность Стабилизационного фонда, при строгом использовании которого экономика будет защищена от флуктуаций цены на нефть.

Влияние колебаний обменного курса на экономический рост

Итак, мы приходим к выводу, что после перехода к политике таргетирования инфляции достаточно сильно вырастет волатильность обменных курсов, в то время как средний уровень реального обменного курса, как и сейчас, будет определяться другими факторами, главным образом, ценой на нефть. Колебания реального курса могут оказывать разный эффект на различные сектора экономики и могут быть очень вредны для тех секторов, которые

особенно сильно конкурируют с импортом. Поэтому важно оценить эффект реального курса как на экономику в целом, так и на отдельные отрасли.

В рамках проекта «Анализ влияния денежно-кредитной политики на развитие банковского сектора» был проведен ряд эконометрических исследований, оценивающих связь колебаний реального обменного курса и экономического роста в России¹³. Подробное описание методов оценки можно найти в отчете, здесь же мы приведем основные результаты. Общий вывод заключается в том, что нельзя однозначно сказать, как реальный курс влияет на экономический рост, так как это сильно зависит от причин колебаний реального курса.

- В случае, если реальный курс укрепляется в результате притока в страну капитала или увеличения экспортных доходов, общий эффект на всю экономику, включая импортозамещающие сектора, оказывается положительным. При этом реальный курс является не причиной, а следствием увеличения спроса. Таким образом, реальное его укрепление, произошедшее в России в последние годы, скорее всего, не нанесло вред ни российской экономике, ни отдельным секторам промышленности.
- В случае, если реальный курс изменяется из-за увеличения реальных издержек, таких, как тарифы естественных монополий, экономический рост замедляется прежде всего в импортозамещающих секторах. Однако, опять-таки, реальное укрепление в данном случае отражает увеличение издержек, которые являются причиной замедления экономического роста. Более того, увеличение таких тарифов не связано с денежной политикой и может быть обосновано только как вынужденная необходимость при реформировании естественных монополий. С таким изменением тарифов приходится считаться как с внешним обстоятельством.
- В случае, если реальное укрепление экзогенно, то есть не является равновесным, как это было, например, в период валютного коридора 1995—1998 годов, четкого влияния реального укрепления на всю экономику в целом не наблюдается. Существует эффект замещения, от которого в первую очередь страдают химическая промышленность и промышленность строительных материалов. Также страдают сырьевые отрасли — топливная, лесная и металлургическая промышленность — вследствие того, что их валютная выручка теряет покупательную способность. При этом из-за эффекта дохода выигрывает сектор неторгуемых товаров и услуг. Общее же воздействие на экономику практически неотлично от нуля.

Однако при оценке эффекта реального курса следует учитывать тот факт, что эконометрические исследования способны выявить эффект реального курса только на существующие сектора экономики. Целые сектора сейчас практически не представлены в российской экономике, например, почти не существует производства электроники. Эти сектора, в основном высокотехнологические, в развитых экономиках создают основной спрос на образование и технический прогресс, поэтому их отсутствие может повлиять на долгосрочный рост российской экономики. Появиться же им может мешать хронически дорогой рубль, стоимость которого держится на высоком уровне благодаря сырьевому экспорту, — это явление называется в экономической литературе «голландской болезнью». Однако лечение «голландской болезни» методами денежной политики невозможно, так как она представляет собой структурную проблему экономики и выходит далеко за рамки данного исследования.

¹³ Эконометрический анализ был проведен Н. Ивановой (Женевский Университет, ЦЭФИР), К. Сосуновым (ГУ–ВШЭ) и Е. Шариповой (Аналитический центр «Экономакс»). Также была использована работа: *Ivanova N. Estimation of own- and cross-price elasticities of disaggregated imported and domestic goods in Russia. EERC Working Paper 05/13E. 2005.*