

Д.И. Кондратов

НЕКОТОРЫЕ АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РОССИЙСКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В статье рассматриваются отдельные вопросы российской денежно-кредитной политики. Исследуются сильные и слабые стороны действующего в России режима монетарной сферы и излагаются альтернативные методы макроэкономического регулирования.

После распада Советского Союза российская денежная система регулировалась привычными методами централизованного управления, при котором бюджетное финансирование и кредитование различались довольно слабо. С 1992 по 1995 г. Банк России действовал как правительственный институт, обеспечивающий ликвидность системы без учета реакции на его действия финансовых рынков. Только в середине 1995 г. российские денежные власти получили относительную независимость от правительства в проведении денежно-кредитной политики – Банк России стал не подотчетен исполнительным органам и принимает самостоятельные решения в сфере регулирования кредитно-банковской деятельности.

Денежно-кредитная политика в России с 1995 г. направлена на снижение инфляции и поддержание стабильного ликвидного средства по отношению к иностранным валютам (до 1998 г. – валютный коридор, в 1999-2005 гг. – привязка к доллару США, а с 2005 г. – режим плавающего валютного курса по отношению к бивалютной корзине). Для решения этих задач в качестве важнейшего целевого ориентира, по оценкам специалистов, используется курс российского рубля, несмотря на то, что Банк России провозглашает таргетирование инфляции в качестве промежуточной цели отечественной денежно-кредитной политики [1]. Примечательно, что с 1999 г. в российской экономике наблюдалось постепенное снижение инфляции, обусловленное проведением относительно жесткой денежно-кредитной политики после финансового кризиса в 1998 г. Благодаря растущему потоку нефтедолларов с I кв. 2003 г. до II кв. 2008 г. происходило укрепление национальной валюты. Но нежелательность снижения чистого экспорта (экспорт минус импорт) побуждала Банк России препятствовать номинальному удорожанию рубля посредством аккумуляции валютных резервов и увеличения предложения денег, что частично приводило к повышению инфляции [2].

Однако инфляция в РФ остается достаточно умеренной по сравнению со странами Содружества Независимых Государств. В частности, по итогам 2007 г. индекс потребительских цен был ниже только в Армении и Республике Беларусь (табл. 1). В 2008 г. в большинстве стран СНГ цены увеличивались быстрее, чем в России. Лишь в Армении, Грузии и Молдове темпы удорожания не превышали российских показателей. В 2009 г. уровень инфляции на постсоветском пространстве был ниже, чем в 2008 г.

При этом кризис 2008-2009 гг. оказал на инфляционные процессы в странах СНГ двойное воздействие. С одной стороны, снижение темпов роста предложения денег привело к уменьшению базовой инфляции. С другой – девальвация национальных валют повлекла увеличение цен на импортные товары и вызвала рост ин-

фляционных ожиданий. Кроме того, инфляционные ожидания увеличивались по мере роста финансовой нестабильности. Наконец, замедление деловой активности уменьшило спрос на деньги при снижении общественного доверия к центральным банкам и вызвало массовый перевод средств экономических агентов в иностранную валюту. Следовательно, денежный мультипликатор¹ сократился, и впервые за последние годы вновь наблюдался процесс долларизации экономики на постсоветском пространстве.

Таблица 1

Темпы роста потребительских цен в странах СНГ и Монголии, 1998-2009 гг.

Страна	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Армения	8,7	0,6	-0,8	3,1	1,1	4,7	7	0,6	2,9	4,4	8,9	3,4
Азербайджан	-0,8	-8,5	1,9	1,5	2,8	2,2	6,8	11,6	8,3	16,7	53,4	2,2
Беларусь	72,9	293,7	168,6	61,1	42,5	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	12,9
Грузия	3,6	19,2	4,1	4,6	5,6	4,8	5,7	8,3	9,2	9,2	10,0	1,7
Казахстан	7,1	8,3	13,2	8,4	5,8	6,4	6,9	7,6	8,6	10,8	17,1	7,3
Киргизия	10,5	37,0	18,7	6,9	2,1	3,0	4,1	4,4	5,6	10,2	24,5	8,0
Молдова	7,7	39,3	31,3	9,8	5,3	11,7	12,5	12	12,8	12,4	12,8	-0,05
Монголия	9,4	7,6	11,6	6,3	0,9	5,1	8,2	12,7	5,1	9	25,1	8,5
Россия	84,4	36,5	20,1	18,5	15,06	11,9	11,7	10,9	9,0	11,8	13,3	8,8
Украина	10,6	22,7	28,2	12,0	0,8	5,2	9,1	13,5	9,1	12,8	25,2	15,8

Таким образом, инфляцию в РФ в последние годы можно охарактеризовать как умеренную относительно стран с переходной экономикой, но в то же время высокую по сравнению с развитыми европейскими странами. В этой связи остается актуальной проблема выбора оптимальной стратегии в области денежно-кредитной политики России в долгосрочной перспективе.

Целевые ориентиры монетарного регулирования в РФ. В соответствии со ст. 75 Конституции Российской Федерации от 12 декабря 1993 г. и с Федеральным законом №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10 июля 2002 г. основной долгосрочной целью денежно-кредитной политики является защита и обеспечение устойчивости российского рубля, в том числе его покупательной способности и курса по отношению к иностранным валютам. Другими словами, монетарный орган должен гарантировать как внешнюю, так и внутреннюю стабильность национальной валюты.

Для решения этой ключевой задачи Банк России в различные годы использовал разные промежуточные индикативные показатели. Начиная с 1999 г. по настоящее время российские денежные власти рассчитывают несколько целевых переменных, таких как рост ВВП, увеличение индекса потребительских цен, повышение (снижение) реального эффективного валютного курса и денежной массы.

В период с 1999 по 2008 г. в зависимости от макроэкономических условий, в основном, устанавливались различные целевые макроэкономические показатели по денежной массе и реальному эффективному валютному курсу. В 2009 г. в практику денежно-кредитного регулирования вводятся отдельные элементы инфляционного таргетирования. Систематизация этих показателей, официально закрепленных в «Основных направлениях денежно-кредитной политики Российской Федерации на 1999-2009 гг.», позволяет сделать следующие выводы.

¹ Отношение денежной массы к денежной базе (тт) называют денежным мультипликатором. Мультипликатор отражает тот факт, что каждый рубль денежной базы превращается в тт рублей денежной массы, причем $тт > 1$.

В период с 1999 по 2002 г. для «обуздания» инфляции Банк России использовал преимущественно индикаторы, связанные с приростом денежного предложения, включая переменные по совокупной денежной массе и ее агрегатам, денежной базе, внутреннему кредиту и его составляющим. Это было обусловлено тем, что для преодоления негативных последствий преобразований, характерных для большинства стран с переходными экономиками на начальных стадиях трансформационного процесса, в России применялись директивные методы распределения ресурсов в народном хозяйстве, в частности, использовалось прямое кредитование Центральным банком Правительства России и экономики страны в целом. Это стало одним из основных факторов избыточного роста денежного предложения с соответствующими последствиями для инфляции.

Меры, направленные на регулирование денежного предложения, исчерпали себя, так как монетарное таргетирование в переходной экономике имело ряд существенных недостатков из-за проблем корректной оценки роста спроса на деньги и скорости денежного обращения, а также адекватного измерения денежной базы².

Статистическая картина выглядела следующим образом (рис. 1). В 1999 г. темпы прироста денежной массы в России заметно ускорились: до 52,7% по сравнению с 15,1% в 1998 г. При этом инфляция также увеличилась – с 27,6% до 85,7%. С 2001 г. отмечалась противоположная тенденция: темп прироста денежного предложения снижался (с 67% в 2000 г. до 25,6% в 2002 г.), в то время как темп инфляции незначительно уменьшился – с 20,8% в 2000 г. до 15,8% в 2002 г.

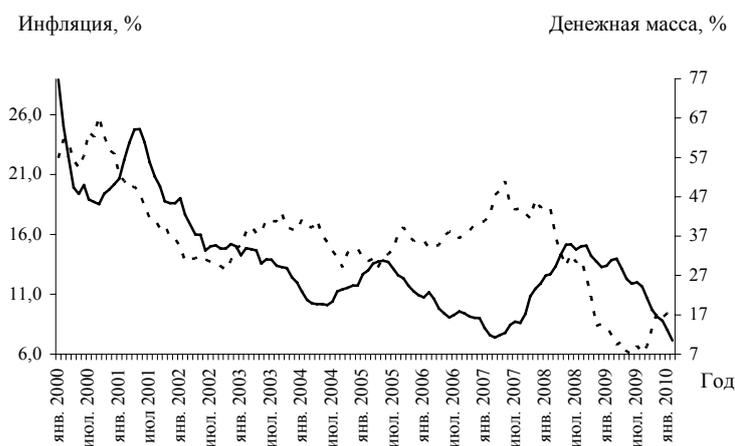


Рис. 1. Динамика роста денежной массы (-----) и уровень инфляции (—)

Однако инфляция в России во многом определялась сезонными факторами, формированием огромного активного сальдо платежного баланса и ростом международных резервов Банка России. Это означает, что монетарная инфляция оставалась приблизительно на одном уровне. Попытки одновременно таргетировать денежное предложение и валютный курс оказались труднореализуемыми в условиях свободного движения капитала и нестабильности спроса на деньги.

² Денежная база РФ в широком определении, помимо выпущенных в обращение Банком России наличных денег и остатков на счетах обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в национальной валюте, депонируемым в Банке России, учитывает средства на корреспондентских счетах кредитных организаций и депозитов банков, размещенных в Банке России. Также напомним, что денежная база в узком определении полностью регулируется Банком России в отличие от денежной базы в широком определении.

Показательно, что на протяжении 1999-2002 гг. предложение денег не превышало спрос на них. По всей видимости, это стало одним из факторов снижения инфляции того времени. Но, несмотря на увеличение денежной массы, монетизация ВВП оставалась на низком уровне даже по сравнению со странами догоняющего развития. В Чехии данный показатель (по данным Международного валютного фонда) в 2002 г. равнялся 57%, в Болгарии – 42%, в Венгрии – 43%, в Польше – 40%. На этом фоне уровень монетизации в 20%, достигнутый к 2002 г., является незначительным, что отражает слабое развитие денежно-кредитной сферы в 1999-2002 гг.

В 2002 г. Банк России отказался от политики монетарного таргетирования, которая не обеспечивала полностью регулирования инфляции как многофакторного процесса и тормозила экономическое развитие страны.

Примечательно, что в результате улучшения макроэкономических показателей и жесткой денежно-кредитной политики Центробанка связь между динамикой агрегата М2 и темпом инфляции стала неопределенной. Этому есть объяснение. Увеличение денежной массы проявляется с временным лагом в долгосрочном периоде. Также в условиях ускоренного экономического роста в 2000-х годах потребность домашних хозяйств в денежном предложении возрастала. Поэтому дополнительная эмиссия не имела особых инфляционных последствий для экономики.

Начиная с 2003 г. по настоящее время антиинфляционная политика проводится с использованием валютного курса в качестве промежуточного ориентира. Также в официальных документах Центробанка (с 2003 г.) присутствуют отдельные элементы инфляционного таргетирования. Соответственным образом меняется денежно-кредитная система в целом. В это время монетарная сфера превращается в автономную область экономической политики, преимущественной целью которой выступает ценовая стабильность.

Для «обуздания» инфляции Банк России использует реальный эффективный валютный курс российского рубля. Но при этом власти в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики» по-прежнему контролируют параметры роста денежной массы и ее элементов. Это связано с тем, что для выполнения «Стратегии социально-экономического развития – 2020» требуется повышение уровня монетизации российской экономики до 70-75% к 2020 г. Это особенно важно в условиях, когда политическим руководством России взят курс на модернизацию экономики на базе инновационного развития. Для этого потребуются мобилизация финансовых средств, включая валютные резервы, что в свою очередь вызовет необходимость нового подхода к денежно-кредитной политике, активизации ее созидательной роли.

Таргетирование валютного курса оправданно как в кратко-, так и в среднесрочной перспективе. Во многом этот выбор определен договоренностями в рамках Таможенного союза между Россией, Казахстаном и Республикой Беларусь. Тем более, объявление ориентиров по реальному курсу рубля дает возможность экономическим агентам получать относительно прозрачную информацию о будущей денежно-кредитной политике.

Но режим плавающего валютного курса имеет ряд существенных недостатков. Темпы роста цен в России существенно выше, чем в странах – основных торговых партнерах. Следовательно, возникает тенденция к укреплению национальной валюты. Это приводит к увеличению импорта, ухудшению положения экспортно-ориентированных и импортозамещающих компаний.

Можно считать, что контролирование валютного курса является относительно приемлемым вариантом денежно-кредитного регулирования для снижения темпов инфляции. Как показывают расчеты специалистов, повышение курса рубля на 0,1% ведет к уменьшению роста потребительских цен на 0,3% (рис. 2). Между тем Рос-

сия является крупным экспортером сырьевых товаров, стоимость которых подвержена значительным колебаниям на европейском товарном рынке, что способно вызвать сдвиги в состоянии платежного баланса страны и как следствие в динамике валютного курса. Так, в периоды высоких цен на нефть рубль будет дорожать, а в периоды снижения цен на углеводороды – дешеветь. Более того, при резком изменении цен на нефть (в сторону понижения) колебания курса рубля становятся неблагоприятным фактором для развития обрабатывающей промышленности. В подобном случае инструменты валютной политики могут оказаться недостаточными, и тогда действия Банка России должны быть поддержаны мерами бюджетного характера.

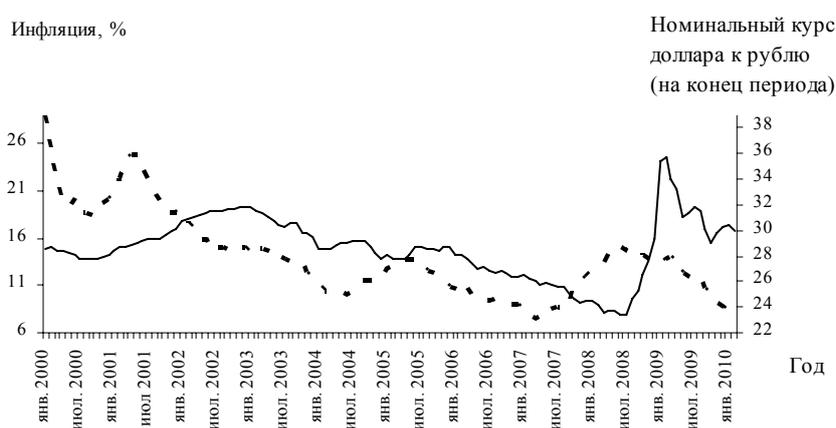


Рис. 2. Динамика номинального курса доллара к рублю (—) и уровень инфляции (----)

Вышеозначенная политика оказалась сопряжена с большими финансовыми затратами в период мирового кризиса. В ходе пошагового снижения курса рубля Банк России истратил более 200 млрд. долл. США из общей суммы валютных резервов (что составило приблизительно 36%). Кроме того, выбранная монетарная стратегия стимулировала спекулятивные операции, направленные против рубля. На деле рыночные ставки по расчетным форвардным контрактам свидетельствовали о том, что экономические агенты учитывали значительное падение курса рубля к доллару до весны 2009 г (рис. 3). Однако недавнее повышение цен на нефть явилось мощным катализатором укрепления курса рубля.

Таким образом, данный режим может рассматриваться как временный механизм стабилизации. При этом рост реального курса рубля создает в последние годы серьезные предпосылки для уменьшения положительного сальдо торгового баланса. На фоне стабилизации роста экспорт импорт увеличивается быстрыми темпами (рис. 4). В условиях укрепления рубля вряд ли удастся существенно сократить темпы роста импорта в ближайшие годы.

Другое следствие российской валютной политики – это реализация реального повышения курса рубля в ответ на изменение условий торговли в основном в виде положительного инфляционного дифференциала по сравнению со средним показателем в странах – основных торговых партнерах, а не в виде повышения номинального курса рубля. Поэтому, как отмечает заместитель Председателя Центрального банка Швеции (Риксбанка), проф. Стокгольмского университета Л. Свенссон, в условиях валютного таргетирования инфляция становится устойчивой, так как реальный обменный курс в период положительного шока условий торговли может превысить свое равновесное значение [3]. Так, статистические данные Организации

экономического сотрудничества и развития свидетельствуют о том, что инфляция в России является устойчивым процессом [4].

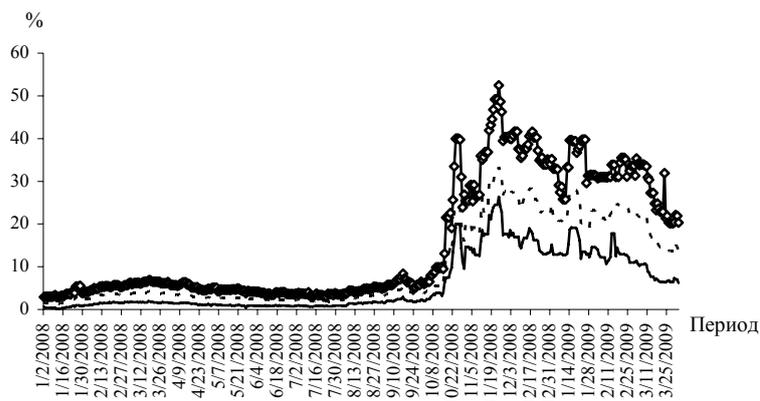


Рис. 3. Премия курса NDF относительно курса спот руб./доллар США:
 — 6 мес.; ---- 12 мес.; —◇— 18 мес.

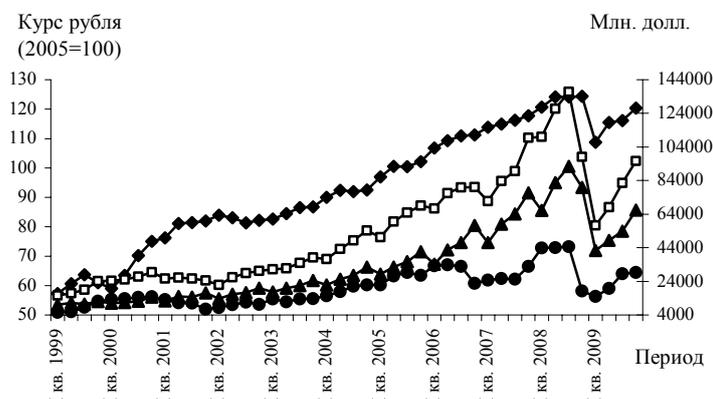


Рис. 4. Динамика экспорта (—□—) – правая шкала, импорта (—▲—) – правая шкала и реального эффективного валютного курса российского рубля (—◆—) – левая шкала:
 —●— сальдо внешней торговли (правая шкала)

Однако реальный курс российского рубля не превышал своего равновесного значения в период роста цен на энергоносители. Напротив, рубль оставался недооцененным, так как преобладал значительный профицит счета текущих операций (рис. 5). Более того, некоторые показатели внешней конкурентоспособности России остались на прежнем уровне, несмотря на довольно продолжительную ревальвацию курса рубля.

В 2006 г. Россия сняла все ограничения на движение капиталов и всячески способствовала притоку инвестиций из стран Западной Европы. При всех положительных сторонах данного процесса он небезопасен для обменного курса. Движение больших масс краткосрочного капитала значительно повышает риск его внезапной дестабилизации. При оттоке средств возникает опасность девальвации валюты, а при наплыве – вероятность необоснованного завышения курса. Так, Банку России в 2009 г. пришлось отбивать спекулятивные атаки на понижение.

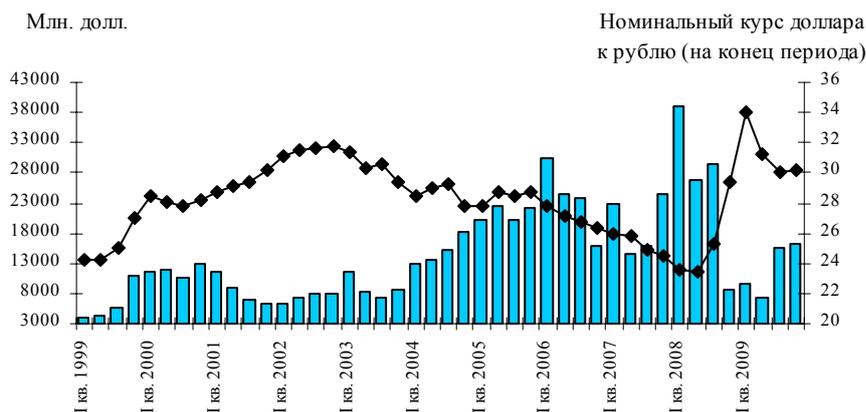


Рис. 5. Официальный обменный курс рубля к доллару (—◆—) (правая шкала) и счет текущих операций платежного баланса (■)

При этом важнейшей методологической проблемой денежных властей является одновременное решение двух основных целей: поддержания низких темпов инфляции и долгосрочной стабилизации курса национальной валюты относительно доллара и евро. Напомним, что Федеральная резервная система США и Европейский центральный банк имеют только одну главную цель – поддержание ценовой стабильности. Руководители ФРС и ЕЦБ даже в период значительного обесценения доллара и евро неоднократно подчеркивали, что они не намерены исправлять курсовую динамику, поскольку это может негативно отразиться на выполнении главной миссии банков. Однако России поневоле предстоит «гнаться за двумя зайцами».

Поэтому необходимо вовремя отказаться от таргетирования валютного курса и постепенно переходить к более гибким формам монетарного управления. Это активизирует поиск альтернативного подхода в денежно-кредитной сфере. В противном случае, как показывает европейский опыт, высока вероятность валютного кризиса.

Предпосылки для частичного отхода от режима плавающего валютного курса.

Динамика курса российского рубля определяется развитием внешнеторгового сектора отечественной экономики, конкурентоспособностью российских товаров и услуг на международном рынке. Поступление валютной выручки от экспорта на счета субъектов хозяйственных отношений является одним из главных факторов реального эффективного валютного курса с точки зрения предложения. Тогда как спрос на иностранные денежные единицы определяется импортом и их привлекательностью в качестве финансового инструмента и средства сбережений для населения и предприятий.

Наращивание экспорта определено в качестве одного из важнейших ориентиров социально-экономического развития Российской Федерации на долгосрочную перспективу. Удельный вес страны на мировом экспортном рынке постепенно растет после резкого падения в 1990-х годах. Так, отношение экспорта к валовому внутреннему продукту в 2008 г. равнялось 30,8%. В 2006-2008 гг. вывоз товаров и услуг рос довольно высокими темпами, составлявшими в среднем около 15-20%.

Увеличение поступлений валютной выручки от экспорта позволяло удовлетворять спрос на иностранную валюту на внутреннем рынке, а также увеличивать международные и золотовалютные резервы при одновременном выполнении прогнозных параметров по реальному эффективному валютному курсу рубля и решении других макроэкономических задач, стоявших перед Банком России. Так, по данным платежного баланса Центробанка за 2009 г., тенденция к росту экспорта восстановилась

после резкого падения в конце 2008 г. Следовательно, приток валютной выручки на фоне укрепления рубля формирует в российской экономике достаточный объем финансовых ресурсов, которые предприятия могут направлять на инвестиционный импорт.

Однако устойчивость режима плавающего валютного курса является неоднозначной в долгосрочной перспективе, в связи с чем возникает ряд аргументов в пользу большей гибкости монетарного регулирования.

Во-первых, существенная доля экспорта России чувствительна к колебаниям цен на европейских товарных рынках, что делает развитие внешнеторгового сектора в большой мере зависимым от мировой конъюнктуры. Это означает, что любые серьезные колебания как предложения, так и спроса могут негативно повлиять на стоимость иностранной валюты на внутреннем российском рынке, что в свою очередь создаст дополнительное давление на курс рубля. Сырьевая направленность российской экономики в условиях долгосрочного снижения (повышения) цен на энергоносители не позволяет в полной мере использовать основные инструменты денежно-кредитной политики (процентную ставку), что препятствует реализации инфляционного таргетирования.

Во-вторых, высокие темпы экономического роста в последние годы, увеличение инвестиций в основной капитал приводили к ускорению импорта современного оборудования, что способствовало повышению спроса на иностранную валюту со стороны фирм (табл. 2).

Таблица 2

Инвестиции в основной капитал, 1992-2009 гг.

Показатель	1992 г.	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Инвестиции в основной капитал (в фактически действовавших ценах), млрд. руб. (до 2000 г. – трлн. руб.)	2,7	267	1165,2	2186,4	2865	3611,1	4730	6716,2	8764,9	5769,8
Индексы физического объема инвестиций в основной капитал (в сопоставимых ценах), в % к предыдущему году	60,3	89,9	117,4	112,5	113,7	110,9	116,7	122,7	109,8	91,1

В-третьих, ожидаемое изменение условий торговли России с Евросоюзом повлечет рост издержек для отечественных предприятий, вынужденных конвертировать иностранную валюту в рубли. В такой ситуации резко растет денежная масса. Таким образом, автоматически создается предпосылка для увеличения темпов инфляции внутри народного хозяйства. При этом происходит сокращение рублевых счетов как физических, так и юридических лиц, усиливается долларизация (евроизация) экономики (рис. 6). Резко увеличивается волатильность курса рубля, поскольку к спросу на иностранную валюту для внешнеэкономических сделок добавляется внутренний спрос, сильно реагирующий на изменения инфляционных ожиданий экономических агентов.

Как отмечают специалисты, чтобы ограничить отрицательное влияние этого фактора на экономику, необходимо снизить инфляцию (менее 5% в год) и поддерживать ее на этом уровне в течение длительного периода. Только так можно сформировать у населения устойчивые ожидания низкой инфляции, высокий уровень доверия к рублю и политике Центробанка. Тогда долларизация постепенно сойдет на нет, потому что трансакционные издержки ее поддержания значительно превысят выгоды. Произойдет деинституционализация долларизации (закрытие обменных пунктов, снижение количества валютных депозитов в банках и т. д.) [5].

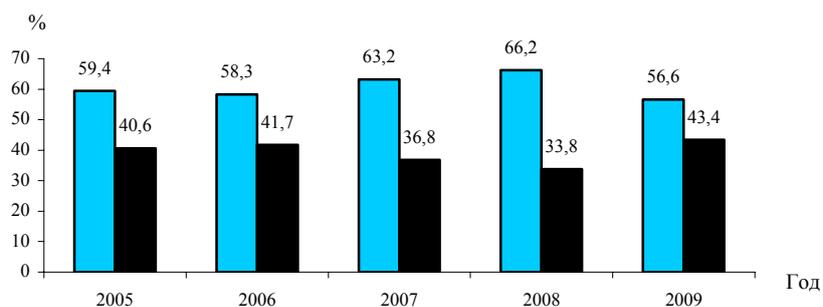


Рис. 6. Структура депозитов (вкладов, руб.) (■) и в иностранной валюте (■), привлеченных кредитными организациями

В-четвертых, Банк России с 1993 г., т.е. со времени принятия Конституции РФ, заявил о приоритетности борьбы с инфляцией при решении других макроэкономических задач и одновременном сохранении высоких темпов экономического роста. При этом промежуточной целью является динамика денежной массы и курс рубля. Если прежняя политика будет продолжена, то может возникнуть конфликт между выполнением целей по ограничению инфляции и поддержанию курса национальной валюты.

С учетом приведенных выше аргументов представляется целесообразным постепенный переход к более гибкому режиму обменного курса российского рубля. Для этого требуются новые подходы к денежно-кредитному регулированию.

Выбор альтернативной стратегии денежно-кредитной политики. С учетом накопленного европейского опыта, прежде всего Европейского центрального банка, Банку России необходимо в среднесрочной перспективе работать над созданием условий для перехода на гибкое инфляционное таргетирование³, а не на классический жесткий вариант. Рассмотрим ограничения традиционного жесткого варианта.

Степень диверсификации экономики. Практически режим полноценного инфляционного таргетирования не применяется ни в одной стране с недиверсифицированным экспортом (кроме Норвегии). Это связано с низкой степенью прогнозируемости макроэкономической ситуации, а также со значительными колебаниями конъюнктуры мировых товарных рынков.

В российской экономике доминируют сырьевые отрасли. Более 60% экспорта товаров и услуг занимает нефтегазовый сектор. В ближайшей перспективе ожидается дальнейшее увеличение вывоза углеводородов за границу.

Размер экономики. Россия занимает незначительное место в мировой экономике. В настоящее время ее доля ВВП составляет только 3,09% мирового совокупного спроса.

Надежность прогнозов. Учитывая переходное состояние российской экономики и нестабильность макроэкономических взаимосвязей, можно предположить, что на первый план выходит проблема верной идентификации трансмиссионного механизма, посредством которого изменение процентной ставки и других рычагов влияния на объемы денежной массы в обращении воздействует на реальный сектор экономики и инфляцию. Эта задача усложняется вследствие противоречивости данных. Статистическая база не всегда отражает реальные процессы. Методология, используемая российскими статистическими органами, лишь в последние два-три года начала приближаться к европейским стандартам. Однако до сих пор сохраняется высокая доля латентных отношений в российской экономике, что заведомо снижает качество и надежность макроэкономиче-

³ Таргетирование инфляции в широком смысле определяется как стратегия денежно-кредитной политики, при которой Центробанк публично объявляет числовые среднесрочные целевые показатели инфляции и корректирует краткосрочные процентные ставки, если его инфляционные прогнозы отклоняются от планируемой инфляции.

ских показателей. Многие переменные приходится реконструировать и оценивать, либо используя методы индивидуальных или групповых обследований, либо экспертно.

В то же время достоверный прогноз удорожания является важной составляющей экономических процессов. Если Центробанк не в состоянии предвидеть инфляцию с высокой степенью точности, то, как правило, у денежных властей не будет достаточно оперативных рычагов для сдерживания всеобщего удорожания.

Так, темпы роста цен на протяжении многих лет, исключая только 2003 г., превышали верхнюю границу интервалов (рис. 7), задаваемых «Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики» на 1999-2009 гг. Тем не менее даже в 2003 г. зарубежные эксперты ставили под сомнение фактический прирост индекса потребительских цен⁴. Это было связано с тем, что Банк России активно накапливал международные резервы, что послужило одной из причин ускоренного роста денежной массы. В результате денежное предложение не только было выше, чем в 2002 г., но и превысило ориентир почти в 2 раза.

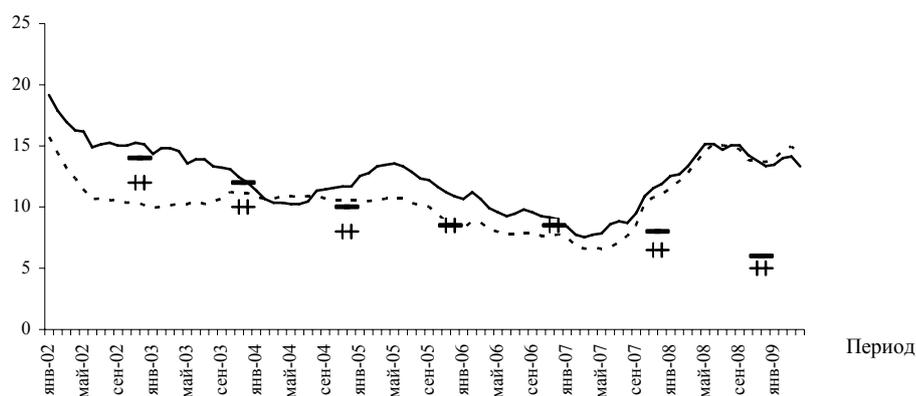


Рис. 7. Соотношение фактического и целевого уровней инфляции, 2002-2009 гг.:
 — индекс потребительских цен; --- базовая инфляция;
 — верхняя граница; ++ нижняя граница

Таким образом, инфляционные ожидания все время находятся выше целевого уровня. Следовательно, неспособность монетарного регулятора обеспечить верный инфляционный прогноз, подрывает общественное доверие к его сфере. Это приводит к изменению поведения экономических агентов и отражается в текущих контрактах и ценах. Поэтому, невзирая на постепенное снижение инфляции, в народном хозяйстве не наблюдается увеличения эффективности денежно-кредитного регулирования. В совокупности с замедлением темпов прироста реального ВВП это может проявиться в достаточно серьезном снижении спроса на деньги в последующие годы.

Степень долларизации (евроизации). Чем выше этот показатель, тем жестче должен быть режим регулирования в монетарной сфере. Недоверие к российскому рублю в период финансового кризиса привело к росту долларизации экономики. Так, в 2009 г. в условиях изменившейся курсовой динамики ежемесячные темпы прироста вкладов в иностранной валюте в долларовом выражении повысились по сравнению с 2008 г. Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов банковской системы составила 28,8%, а в структуре широкой денежной массы увеличилась до 22,8%.

⁴ Так, по статистическим данным Международного валютного фонда и Организации экономического сотрудничества и развития, в России инфляция в 2003 г. составляла 13,7%.

Таким образом, в условиях долларизации как депозитов, так и кредитов действие трансмиссионного механизма будет сопровождаться большей асимметричностью информации, поскольку курсовые колебания рубля по-разному отражаются на финансовом состоянии разных групп экономических агентов в зависимости от того, являются они нетто-кредиторами или нетто-дебиторами в иностранной валюте. При этом в России хеджирование валютных рисков находится в стадии становления.

В условиях долларизации возникает вероятность балансового эффекта. Он заключается в следующем: значительная часть пассивов в балансах коммерческих банков и предприятий номинированы в иностранной валюте, а активы – в национальных денежных единицах. В этом случае курс рубля становится переменной, зависимой от совокупного спроса, что может приводить к ряду негативных последствий (например, валютному и банковскому кризису). Резкая девальвация вызовет проблемы в банковском секторе вследствие высокого валютного риска и существенно снизит спрос на деньги и скорость обращения ликвидных средств.

Разница между внутренним и внешним индексами потребительских цен. В последнее время наблюдается существенный разрыв между уровнями инфляции в России и в зарубежных странах. Так, в 2008 г. инфляция в России составила 14,1% по сравнению с 8% средневзвешенного всеобщего удорожания в странах – основных торговых партнерах⁵, что привело к укреплению реального эффективного курса рубля относительно иностранных валют на 4,3%. Из-за повышения курса отечественной денежной единицы российские товары еще больше утратили свои сравнительные преимущества. Также ревальвация рубля вызвала нарушение равновесия платежного баланса.

Вместе с тем наиболее эффективным инструментом для управления курсом рубля в этих условиях могут стать операции Банка России по купле-продаже государственных ценных бумаг на открытом рынке. Это в свою очередь потребует масштабной реструктуризации портфеля Банка России по долговым обязательствам бюджета, трансформации их в ценные бумаги с приемлемыми для рынка уровнем купонного дохода и сроками обращения (3-4 года) [6]. Можно также использовать «административный ресурс», как, например, это было предпринято в середине января 2001 г. – руководство ГТК централизовало оформление всего импорта, проходящего по льготным пошлинам, в результате импорт потребительских товаров за месяц сократился в среднем вдвое, а по многим позициям в несколько раз [7].

Однако гораздо более серьезная проблема – отсутствие у Банка России эффективных инструментов воздействия на инфляцию. В настоящее время влияние на инфляцию со стороны монетарного органа происходит в основном за счет изменения денежной базы при купле-продаже валюты. Но такой механизм в условиях инфляционного таргетирования неприемлем, так как в значительной мере зависит от внешнеэкономической конъюнктуры. Для эффективного таргетирования инфляции Банк России должен влиять на ситуацию на денежном рынке через процентные ставки, чему может способствовать как развитие рынка облигаций Банка России, так и постепенное повышение роли процентной политики по мере роста реальных процентных ставок в стране [8].

Поэтому с учетом приведенных выше аргументов немедленный переход к традиционному инфляционному таргетированию в РФ затруднен. В этой связи в качестве альтернативы режиму плавающего валютного курса возможно использование Центробанком облегченного варианта инфляционного таргетирования.

Важной особенностью этого направления является возможность устанавливать наряду с ориентирами по инфляции и другие контрольные показатели. Это позволяет сохранить денежную массу и обменный курс в качестве инструментов анти-

⁵ В 2008 г. число таких стран составляло 35, на их долю приходилось 88,75% общего внешнеторгового оборота России.

инфляционной политики. Во-первых, изменение этих переменных оказывает прямое воздействие на динамику цен в экономике страны, а во-вторых, денежные власти могут эффективно контролировать их изменение.

Практическое применение гибкого инфляционного таргетирования Банк России мог бы начать в 2011-2012 гг. Если эта политика окажется эффективной и приведет к снижению долларизации экономики и уменьшению воздействия валютного курса на потребительские цены, то возможен последующий переход к более жесткой денежно-кредитной политики.

Основные предпосылки введения гибкого инфляционного таргетирования в народном хозяйстве РФ. В российской экономике ввиду монопольного ценообразования существует завышенная инфляция. Это не позволяет экономическим агентам иметь симметричную информацию о том, каков действительный уровень всеобщего удорожания. По этой причине взаимосвязи между макроэкономическими индикаторами непредсказуемы и, следовательно, воздействие на них с помощью основных инструментов монетарной политики весьма ограничено.

Монопольное ценообразование существует как в сфере жилищно-коммунального хозяйства, так и в услугах естественных монополий и транспорта. Кроме того, все большую роль в России приобретают сезонные факторы удорожания. Таким образом, для выполнения задачи снижения инфляции до 2-3% в год необходимо исходить из того, что главной ее причиной в России является монопольное ценообразование на важнейшие ресурсы.

В некоторой степени прирост денежной массы увеличивал инфляционные ожидания экономических агентов. До мирового финансового кризиса это усиление компенсировалось дедолларизацией денежных активов населения. Укрепление российского рубля относительно доллара США было основной причиной снижения уровня долларизации в 2003-2008 гг. Следовательно, интенсивно наращивалась рублевая денежная масса. Кроме того, ревальвация рубля оказывала сдерживающее воздействие на цены импортных товаров.

Однако одновременно бороться с всеобщим удорожанием и поддерживать равновесный курс российского рубля, повышая основные процентные ставки относительно рыночных ставок, невозможно, так как ссудные проценты в России не являются главным инструментом денежно-кредитной политики. Они не оказывают реального воздействия на ликвидность межбанковского рынка и не влияют на внутренний спрос на деньги, так как механизм рефинансирования на практике развит довольно слабо.

Как показывают данные табл. 3, ставка рефинансирования на протяжении восьми лет с 2000 г. ни разу не опускалась ниже кредитных ставок. Это говорит об относительной дороговизне финансовых ресурсов, предоставляемых Банком России и соответственно о слабой роли ссудного процента в процессах кредитования экономики.

Таблица 3

Процентные ставки в России, 2000-2009 гг.

Показатель	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Ставка рефинансирования	25,00	25,00	21,00	16,00	13,00	12,00	11,00	10,00	13,00	8,75
Кредитная ставка	24,433	17,908	15,700	12,975	11,442	10,683	10,425	10,033	12,225	15,3
Депозитная ставка	6,508	4,850	4,950	4,475	3,792	3,992	4,075	5,142	5,758	8,6
Ставка на денежном рынке	7,14	10,10	8,19	3,77	3,33	2,68	3,43	4,43	5,48	7,8

Рынок рефинансирования не работал в России по двум причинам: во-первых, из-за постоянного избытка ликвидности в финансовом секторе экономики ставка на денежном

рынке была ниже официальной ставки Банка России. Во-вторых, ни банковская система в России, ни реальный сектор экономики не были готовы к эффективному распределению кредитных средств. Вместе с тем, если кредиты рефинансирования ЦБ доступны коммерческим структурам по приемлемой учетной ставке, у них нет необходимости привлекать валютные средства из иных источников на худших условиях.

Относительно функциональный статус ставка рефинансирования приобрела только в 2009 г., когда Банк России снизил ее до 8,75%. Уменьшение вышеназванной ставки осуществлялось одновременно с повышением депозитных ставок, которые были призваны повысить роль процентного механизма в денежно-кредитной политике.

Таким образом, в отличие от Европейского центрального банка, использующего процентную политику в качестве главного инструмента антиинфляционной политики, для Банка России в период с 2000 по 2009 г. она имела номинальный статус.

Процентные ставки более важны для регулирования движения капитала и курса рубля. Более того, высокий уровень процентных ставок служит фактором усиления инфляции, так как ссудные проценты включаются в издержки производства российских товаров. Не менее важно и другое обстоятельство – завышенные процентные ставки в условиях укрепления рубля стимулируют приток спекулятивного капитала в Россию в форме краткосрочных кредитов. В этом случае Банк России вынужден проводить валютные интервенции, тем самым увеличивая инфляционный навес в народном хозяйстве.

Денежные власти считают, что для снижения процентных ставок необходимо предварительное уменьшение инфляции. Это было бы верно, если бы не действовали немонетарные факторы инфляции, прежде всего, опережающий рост цен и тарифов на услуги ЖКХ и естественных монополий. В этой связи рассмотрим как развивалась инфляция в 2003-2009 гг. (табл. 4).

Накопленный базовый индекс потребительских цен⁶ составлял в 2003-2009 гг. 96%. Однако воздействие регулируемых цен на инфляцию не сводится к разности в 12%. Они гораздо сильнее влияют на всеобщее удорожание косвенно, через удорожание ресурсов и рабочей силы.

Из приведенных в табл. 4 данных следует, что одним из важнейших компонентов инфляции в 2003-2009 гг. стал рост тарифов на услуги ЖКХ: они росли быстрее, чем стоимость продовольственных и непродовольственных товаров в целом. И увеличились практически в 4 раза. Далее по величине вклада в общее повышение цен можно выделить: дошкольное воспитание (3,7 раза), физическую культуру и спорт (3,2 раза), медицинские (2,85 раза), экскурсионные (2,8 раза), и санаторно-оздоровительные (2,6 раза) услуги. Быстро росли цены на молоко и молочную продукцию (2,3 раза), хлеб и хлебобулочные изделия (2,7 раза), автомобильный бензин (2,3 раза) и макароны (2,3 раза).

Можно предположить, что практика существенного ежегодного повышения регулируемых цен создала почву для устойчивых инфляционных ожиданий, которые во многом нивелируют возможности снижения цен в связи с падением доходов населения и снижением мировых цен на многие товары.

Следует отметить и наблюдавшийся в 2009 г. значительный скачок цен на непродовольственные товары – 9,7% по сравнению с 8% в 2008 г. Его можно объяснить истощением запасов импортной продукции, закупленной до девальвации российского рубля. Если это так, то подобные темпы инфляции непродовольственных товаров не смогут быть устойчивыми и должны вернуться в привычное русло уже в ближайшие годы.

⁶ Базовый индекс потребительских цен – показатель, отражающий уровень инфляции на потребительском рынке с исключением сезонного (цены на плодоовощную продукцию) и административного (тарифы на регулируемые виды услуг и др.) факторов, рассчитывается Росстатом. Также уровень базовой инфляции определяется динамикой налично-денежной массы и изменением обменного курса рубля, от которого зависит скорость оборота наличных денег и соответственно «чувствительность» цен к их расширению.

Таблица 4

Темпы прироста цен на отдельные виды товаров и услуг в 2003-2009 гг., % в год

Показатель	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2003-2009 гг., всего
Индекс потребительских цен	11,9	11,7	10,9	9	11,8	13,3	8,8	1,08
Базовая инфляция	11,2	10,5	8,6	7,8	11	13,6	8,3	0,96
Продовольственные товары	10,2	12,3	9,6	8,7	15,6	16,5	6,1	1,10
Мясо и птица	8,9	19,6	18,6	5,9	8,4	22,2	5,0	1,27
Изделия колбасные и копчености	7,0	19,4	10,1	7,7	9,1	24,2	8,3	1,22
Консервы мясные	7,3	13,5	14,4	7,7	7,7	24,7	11,1	1,23
Рыбпродукты	8,7	11,8	13,1	6,9	8,5	14,7	10,7	1,02
Масло сливочное	11,4	6,8	8,2	6,8	40,3	10,5	7,9	1,29
Молоко и молочная продукция	13,1	12,8	10,5	8,7	30,4	12,2	2,3	1,29
Изделия кондитерские	11,0	7,9	6,4	9,1	12,0	23,4	10,7	1,12
Хлеб и хлебобулочные изделия	30,4	16,7	3,0	11,1	22,4	25,9	2,4	1,74
Крупа и бобовые	17,0	11,6	0,2	12,1	24,7	25,8	-2,5	1,24
Изделия макаронные	14,0	14,6	1,9	4,7	23,6	33,8	1,6	1,34
Непродовольственные товары	9,2	7,4	6,4	6,0	6,3	8,0	9,7	0,66
Бельевой трикотаж	11,9	10,0	9,4	8,5	9,1	13,2	13,9	1,05
Изделия ювелирные	8,6	5,1	7,0	20,9	14,8	23,6	28,0	1,68
Бензин автомобильный	16,8	31,3	15,8	10,9	8,5	1,2	8,0	1,33
Услуги	22,3	17,7	21,0	13,9	13,3	15,9	11,6	1,90
Бытовые услуги	18,7	14,0	15,3	13,2	14,4	18,7	9,9	1,63
Услуги пассажирского транспорта	13,7	18,0	15,8	14,2	13,6	22,5	6,5	1,62
Жилищно-коммунальные услуги	28,7	23,5	32,7	17,9	14,0	16,4	19,6	2,94
Жилищные	31,4	29,1	36,1	17,7	12,4	14,9	13,1	2,96
Коммунальные	27,7	20,9	31,5	18,0	14,7	17,1	23,0	2,95
Услуги дошкольного воспитания	15,1	21,6	32,1	28,5	11,8	20,7	16,2	2,72
Услуги организаций культуры	21,8	19,9	17,7	15,6	14,5	15,5	11,3	1,92
Экскурсионные услуги	16,7	24,7	15,5	7,1	15,6	22,3	10,1	1,80
Санаторно-оздоровительные услуги	19,0	12,8	11,2	15,2	15,6	21,2	9,5	1,63
Медицинские услуги	22,1	15,0	18,7	13,6	13,9	16,3	13,9	1,85
Услуги физической культуры и спорта	23,5	19,4	18,6	16,3	17,5	21,0	11,5	2,22
Услуги правового характера	0,9	1,1	0,1	21,6	11,7	34,5	17,4	1,19

Следует подчеркнуть, что доля продовольственных товаров в российском индексе потребительских цен (около 40%) значительно уменьшилась (ранее она превышала 50%), но остается по-прежнему высокой по сравнению с другими странами, находящимися на аналогичном уровне экономического развития (рис. 8). С середины 2007 г. до конца 2008 г. темпы роста цен на продовольственные товары в России резко возросли, достигнув в августе 2008 г. своего рекордного значения – около 20% в годовом выражении (рис. 9).

Индекс цен производителей промышленных товаров в 2003-2009 гг. возрос в 2,4 раза, в том числе: в топливно-энергетическом секторе – в 3,1 раза и в обрабатывающей промышленности – в 2,2 раза. В этих условиях эффективными мерами снижения инфляции могли бы стать, во-первых, сдерживание темпа роста тарифов на услуги естественных монополий и, во-вторых, создание внутренней биржи нефти и нефтепродуктов.

В перспективе ожидается заметное увеличение цен в электроэнергетике. Эта область является ключевым реформируемым сектором экономики России, что повышает неопределенность ценообразования на рынке. Данный процесс неизбежно отразится на повышении стоимости услуг ЖКХ, в формировании которой энергетические тарифы играют существенную роль (около 35%). Кроме того, нерешенным остается вопрос относительно механизмов и источников финансирования капитального ремонта. Все это делает неизбежным значительный рост стоимости предоставляемых населению бытовых удобств в ближайшие годы.

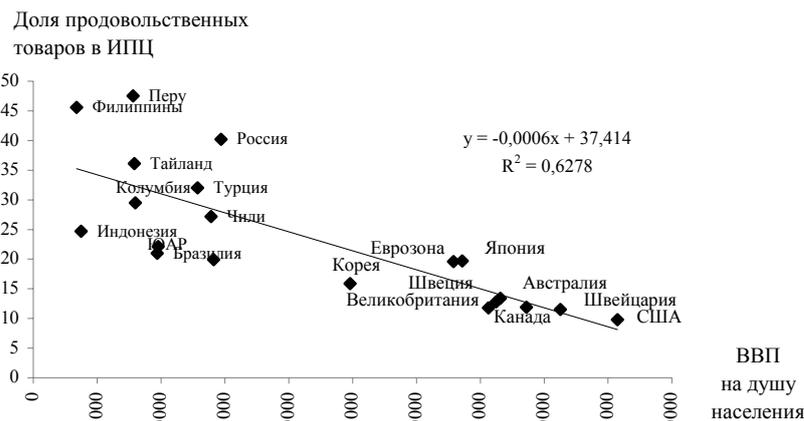


Рис. 8. Вес продовольственных товаров в ИПЦ в сопоставлении с уровнем дохода в отдельных странах, 2007 г.

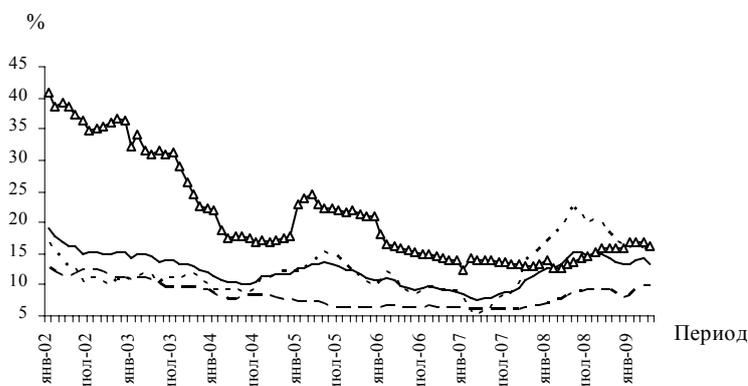


Рис. 9. Составляющие инфляции в Российской Федерации, 2002-2009 гг. (темпы прироста цен в годовом выражении):

— ИПЦ; --- продовольственные товары; - - - непродовольственные товары; -△- услуги

Дополнительным фактором превышения темпов инфляции верхней границы прогноза был высокий уровень цен на экспортируемую Россией нефть и сырьевые товары. При благоприятной конъюнктуре на ведущих европейских товарных площадках отечественным компаниям невыгодно было поставлять на национальный рынок топливно-энергетические товары по прежним ценам. Это провоцировало рост внутренних цен на нефть, нефтепродукты, электроэнергию и энергоемкие продукты. Повышение стоимости бензина, платы за электро-, тепло- и газоснабжение населения прямо увеличивало индекс потребительских цен, используемый Росстатом в качестве индикатора всеобщего удорожания.

Второстепенный вклад в инфляцию в 2009 г. внесла повысившаяся склонность к потреблению, вызванная недоверием к банковской системе.

Таким образом, можно сделать вывод, что главная составляющая инфляции – не монетарная, она не зависит от деятельности Банка России и увеличения денежного предложения, а обусловлена другими явлениями. В этой связи хотелось бы отметить главную проблему российской денежно-кредитной политики. Она состоит в том, что с

немонетарными причинами инфляции Банк России борется монетарными способами, снижая ликвидность и конкурентоспособность несырьевого сектора народного хозяйства. Следовательно, правомерно говорить не об избыточности денежной массы, а об ее излишнем изъятии из экономики и накоплении в Банке России.

Между тем первоочередной задачей Правительства РФ и Банка России является усиление роли государства в сдерживании инфляции, предполагающее использование немонетарных методов регулирования цен, демонополизацию экономики и рынков, создание конкурентной среды в народном хозяйстве и жесткий контроль за соблюдением установленных предельных значений тарифов на продукцию естественных монополий и услуги ЖКХ. Правительством РФ планируется снижение инфляции до 3%, что при вышеназванных тенденциях может оказаться недостижимым.

Для «обуздания» инфляции необходимы согласованные действия Банка России и Правительства РФ, которые должны вытекать из единства стоящих перед ними макроэкономических задач. Это позволит создать условия для формирования операционных инструментов снижения инфляционного навеса. Минфин России и Центробанк должны вести единое государственное монетарное регулирование для кредитования реального сектора экономики. На сегодняшний момент указанные институты не всегда действуют согласованно, что снижает управляемость денежного рынка.

Наиболее организационно-технически сложным вопросом при переходе к гибкому инфляционному таргетированию является режим валютного курса. Отметим, что в большинстве стран – экспортеров нефти (в частности, в странах – членах Совета по сотрудничеству стран Персидского залива) используется валютное таргетирование. Однако в условиях режима фиксированного валютного курса национальная валюта может быть завышена в ответ на положительное шоковое изменение условий торговли. В результате в ближневосточных странах – экспортерах нефти периоды инфляции и дефляции чередуются. В связи с этим проф. Гарвардского университета Дж. Фрэнкель предлагает привязывать национальные валюты к индексу экспортных цен с тем, чтобы можно было объединить преимущества модифицированного инфляционного таргетирования и режима плавающего валютного курса [9]. При такой политике Центробанк фактически таргетирует экспортные цены, а не индекс потребительских цен. Но описанная система может привести к существенным изменениям принципов регулирования денежно-кредитной сферы и повлечь за собой риск дефляции в ответ на резкий рост цен на сырьевые товары [10].

В данных условиях Банк России практически должен отказаться от использования курса рубля в качестве денежного ограничителя. Опасность заключается в том, что, во-первых, экономика России подвержена сильной зависимости от мировых цен на энергоносители, во-вторых, отказ властей от поддержки рубля спровоцирует отток или приток спекулятивного капитала. Наконец, чрезмерное укрепление рубля в случае увеличения цен на нефть выше 70 долл./барр. приведет к снижению ценовой конкурентоспособности российской обрабатывающей промышленности.

Как правильно подчеркивают сотрудники Европейского Центрального банка [11], при высокой доле сырьевых товаров в структуре российского промышленного производства значительное повышение курса рубля негативно скажется на конкурентоспособности тех отраслей, которые не связаны с добычей и переработкой нефти. В этом и заключается главная опасность. Сохранение высоких темпов инфляции при укреплении курса рубля повлечет замедление роста российской экономики.

Как бы ни было, в дальнейшем, по мере развития народного хозяйства и совершенствования механизма процентной ставки, влияние административных рычагов на инфляцию будет ослабевать. Это создаст более прозрачные условия для хозяйствующих субъектов и снизит фактор неопределенности в национальной экономике, что по-

зволит денежным властям разрабатывать долгосрочные планы. Кроме того, применение стратегии гибкого инфляционного таргетирования позволит устранить конфликт целей денежно-кредитной политики, создаст жесткий механизм принятия решений, способный быстро реагировать на изменения ситуации на финансовых рынках, увеличит прозрачность деятельности Банка России. Наконец, важный аргумент для России в пользу этого режима – использование Европейским центральным банком.

* * *

В заключение следует отметить, что при устойчивом экономическом росте валютная сфера должна постепенно становиться гибкой, чтобы Банк России мог проводить независимую денежно-кредитную политику с учетом внутренних макроэкономических условий. Подготовка к гибкому таргетированию инфляции должна быть ускорена, так как таргетирование валютного курса утратило свою функцию денежного ограничителя. В частности, монетарным органам и Правительству РФ необходимо:

- обеспечить большую приверженность идее ценовой стабильности в качестве основной цели денежно-кредитного регулирования путем уточнения функций Центрального банка Российской Федерации в федеральном законодательстве;
- использовать активные валютные интервенции лишь как вспомогательный инструмент денежно-кредитной политики, применяемый, например, при подходе курса к верхним границам валютного коридора;
- упрочить институциональную основу денежно-кредитной политики путем улучшения информационной базы Банка России;
- постепенно проводить реформы банковского сектора, ориентированные на развитие финансового рынка.

Литература

1. *Vdovichenko A., Voronina V. Monetary Policy Rules and Their Application in Russia // Economics Education and Research Consortium Working Paper № 04/09. 2004.*
2. *Добрынская В. Эффект переноса и монетарная политика в России: что изменилось после кризиса 1998 г.? // Экономический журнал ВШЭ. Т. 11. № 2 (2007).*
3. *Svensson L. Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway / Choosing a Monetary Policy Target. Oslo: Scandinavian University Press (Universitetsforlaget AS), 1997.*
4. *OECD Economic Surveys: Russian Federation, Vol. 2009/6, OECD, Paris, July 2009.*
5. *Юдаева К. О валютной политике // Вопросы экономики. 2010. № 1.*
6. *Солнцева О., Белоусов Д., Сальников В. Риски политики «сильного рубля» // Проблемы прогнозирования. 2004. №4.*
7. *Ивантер В., Панфилов В., Говтвань О., Кузнецов О., Моисеев А. Валютный рынок России: оценка сценариев развития на кратко- и среднесрочную перспективу // Проблемы прогнозирования. 2001. №6.*
8. *Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. Экономический рост 2000-2007. М.: Дело, 2008.*
9. *Frankel J. Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries // Journal of Policy Modeling, 2005. № 27.*
10. *Svensson L. Comments on Jeffrey Frankel. Commodity Prices and Monetary Policy // NBER Conference on Asset Prices and Monetary Policy, 5-6 May 2006.*
11. *Beck R., Kamps A., Mileva E. Long-Term Growth Prospects for the Russian Economy // European Central Bank, Occasional Paper Series, 2007. № 58.*