

## Пиррова победа

Георгий Трофимов  
22 мая 2017, 00:00

### ЭКСПЕРТ

Инфляционное таргетирование (ИТ) представляет собой механизм номинального якоря, который позволяет стабилизировать как собственно инфляцию, так и инфляционные ожидания. Традиционно такую роль играла, а в ряде стран продолжает играть фиксация валютного курса к мировым резервным валютам. Крах Бреттон-Вудской системы фиксированных валютных курсов в 1970-х годах, сопровождавшийся скачком инфляции в развитых странах до двузначных значений, привел к поиску новых якорей. Примерно на полтора десятилетия популярным у национальных регуляторов якорем стала денежная масса. В 1980-е центральные банки пытались контролировать инфляцию, задавая целевые уровни динамики количества денег в обращении. Однако и эта политика имела ограниченную эффективность, поскольку функция спроса хозяйствующих субъектов на деньги не была стабильной из-за структурных сдвигов в банковской системе и финансовых инноваций. Широкую известность получило высказывание **Джона Кроу**, экс-управляющего Банка Канады: «Мы не отказывались от денежных агрегатов, это они отказались от нас».

В начале 1990-х начались эксперименты с новым номинальным таргетом — собственно инфляцией. К таргетированию инфляции с начала 1990-х перешли Новая Зеландия, Канада, Великобритания и Швеция, затем несколько других развитых стран. С конца 1990-х к ним начали присоединяться новые индустриальные и развивающиеся страны Латинской Америки, Азии и Восточной Европы. В 2014 году к этим странам примкнула Россия.

Росту популярности нового монетарного режима способствовала серия валютно-финансовых кризисов в Европе в 1992 году, в Мексике — в 1994-м и в Юго-Восточной Азии и России в 1997–1998 годах, спровоцированных спекулятивными атаками на фиксированные валютные курсы.

Монетарные регуляторы, исповедующие модель ИТ, устанавливают таргет по инфляции, как правило, на уровне около 2% для развитых и около 4% для развивающихся экономик. Возможно таргетирование в виде небольшого интервала инфляции вокруг целевого значения.

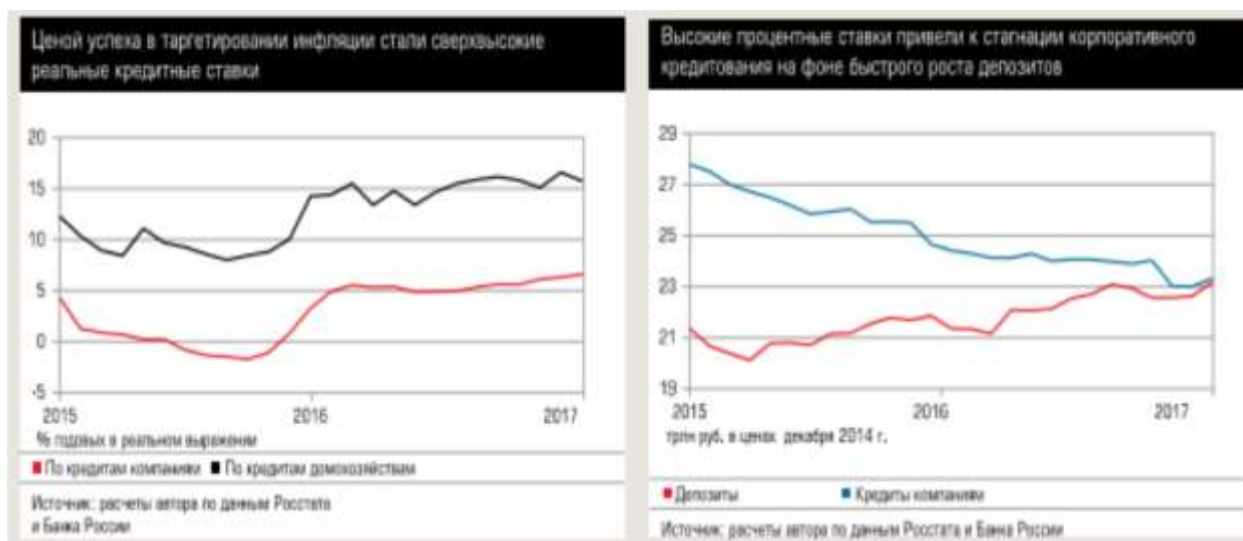
## Держать легче, чем снижать

Большинство стран перешли к режиму ИТ, когда уровень инфляции уже был низким. В таких «легких» кейсах этот режим доказал свою эффективность: как правило, регуляторам удавалось держать таргет и стабилизировать инфляционные ожидания.

Случаи успешного использования режима ИТ для стабилизации инфляции единичны. Скажем, это удалось Израилю, хотя многие экономисты в этой стране и за ее рубежами считают, что за это пришлось заплатить слишком большую цену в виде избыточных потерь потенциального выпуска. А вот Турции до сих пор не удалось добиться устойчивых успехов в стабилизации инфляции в рамках модели ИТ.

Примеры Бразилии и Турции иллюстрируют диаметрально противоположные приоритеты монетарной политики. Бразилия напоминает Россию в том, что там инфляция к настоящему времени снижена до 4% (при таргете 4,5%), причем в условиях экономического спада и при высокой базовой ставке центрального банка (более 10% годовых). Монетарная власть этой страны исходит из принципа «дезинфляция превыше всего». Инфляция в Турции превысила уровень 11%, который был характерен для России в 2015–2016 годах, но в отличие от России и Бразилии турецкая экономика сохраняет рост ВВП с темпом около 3%.

Если инфляция в Турции в 2017 году останется на уровне выше 10%, то эта страна, возможно, будет вынуждена выйти из режима ИТ. Такой вариант нельзя исключать с учетом исторических особенностей турецкой экономики. В 1990-е годы, в период очень высокой среднегодовой инфляции — около 70%, ВВП Турции успешно рос в среднем на 4,2% в год. По этой причине вариант умеренной инфляции при сохранении экономического роста может оказаться для этой страны предпочтительнее, чем вариант рецессии, вызванной антиинфляционными мерами.



## Избыточная жесткость

Номинальный якорь основан на доверии к действиям монетарной власти. Чтобы заслужить доверие, необходимо идти на определенные издержки ради достижения поставленной цели. Банк России продемонстрировал такую способность, но вопрос в том, всегда ли поставленная цель оправдывает средства.

Жесткая процентная политика оказала искажающее воздействие не только на денежный рынок, но и на рынок кредита. Из официальных данных Банка России следует, что объем рублевых кредитов небанковским организациям сократился в 2016 году на 4,5% в номинальном выражении. Если депозиты росли с опережением инфляции, то кредиты снижались. Рынок кредита так и не вышел из ступора из-за высоких кредитных ставок, для которых денежный рынок определяет нижнюю границу. Спрос на кредиты был подавлен дороговизной финансовых средств, а предложение было сужено благодаря альтернативным возможностям для банков в виде депозитов Банка России и других инструментов привлечения ликвидности.

Другое неприятное побочное следствие режима ИТ — непредсказуемость свободно плавающего курса национальной валюты.

Во-первых, возросшая волатильность валютных курсов увеличивает инвестиционные риски. Далек не все производители имеют возможность валютного хеджирования, а от долговременных валютных рисков защититься практически невозможно.

Во-вторых, резкая девальвация подрывает устойчивость финансовой системы из-за обязательств в иностранной валюте. Следовательно, государства в режиме ИТ должны быть готовы существенно увеличивать расходы на поддержку национальных финансовых систем в случае сильных девальваций.

В-третьих, страна, таргетирующая инфляцию, более уязвима в случае валютных войн. Если торговые партнеры не используют ИТ, то у них меньше препятствий для девальваций своих валют ради получения односторонних конкурентных выгод. Напротив, страна, использующая ИТ, ограничена в принятии ответных мер, которые противоречат проводимой монетарной политике.

## **Подумаем об ИТ-экзите?**

Макроэкономические издержки режима ИТ в России могут стать чрезвычайно высокими при неблагоприятных внешних сценариях. При ухудшении платежного баланса и новых витках падения курса рубля неизбежны повторные всплески инфляции. Очередной цикл ужесточения политики процентных ставок ради ее таргетирования будет иметь губительные последствия для экономики. Чтобы этого избежать, необходимо смягчение целевых параметров по инфляции.

Влияние монетарной политики на реальные процессы в российской экономике усилилось в связи с тем, что процент стал ключевым инструментом. Но при этом в режиме ИТ у монетарной власти нет стимулов к тому, чтобы в полной мере учитывать последствия своих действий для нефинансового сектора. В перспективе необходимо расширение сферы ответственности Банка России, обеспечивающей поиск компромисса между целью по инфляции и поддержкой реальной экономики.

Возможно, компромиссные решения придется искать уже не в столь далеком будущем в случае приближении курса рубля к нижней границе неявного валютного коридора. Такое нельзя исключать при благоприятных внешних сценариях. Противодействие номинальному укреплению рубля потребует возобновления валютных интервенций либо снижения ключевой ставки. Покупка

валюты монетарными властями приведет к дальнейшему наращиванию профицита банковской ликвидности. Если при этом ключевая ставка будет по-прежнему поддерживаться на высоком уровне, то возникнет ситуация, аналогичная ловушке ликвидности в условиях дефляции. Уход банков в ликвидные инструменты при высоком реальном проценте еще больше усилит стагнацию кредитного рынка.