

ЭКСПЕРТ

22-28 МАЯ 2017 № 21 (1030)

ISSN 1812-1896



9 771812 189009

РЕКОМЕНДОВАННАЯ ЦЕНА — 60 РУБЛЕЙ

WWW.EXPERT.RU

ПОДПИСНЫЕ ИНДЕКСЫ: 16640, 72550, 80367, 39292

БОЕВЫЕ ВИРУСЫ

стр.24

мир
накрывает
новая волна
киберпреступности



ТАРГЕТИРОВАНИЕ
ИНФЛЯЦИИ:
ПИРРОВА
ПОБЕДА

стр.15

РУССКИЙ
ПОМИДОР
ВКУСНЕЕ
ТУРЕЦКОГО

стр.30

стр.59

КАРТА
УНИВЕРСИТЕТСКОЙ
НАУКИ РОССИИ

Пиррова победа

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 применила 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 мораль 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 морали 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%.

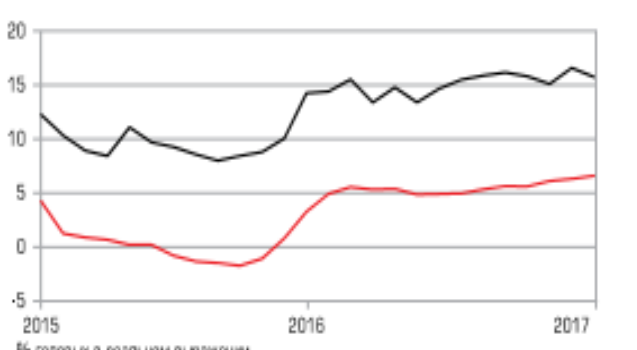
Если инфляция в Турции в 2017 году останется на уровне выше 10%, то эта страна, возможно, будет вынуждена выйти из режима ИТ. Такой вариант нельзя исключать с учетом исторических особенностей турецкой экономики. В 1990-е годы, в период очень высокой среднегодовой инфляции — около 70%, ВВП Турции успешно 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 организациями 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.

Ценой успеха в таргетировании инфляции стали сверхвысокие реальные кредитные ставки



■ По кредитам компаниям ■ По кредитам домохозяйствам
 Источник: расчеты автора по данным Росстата и Банка России

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

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

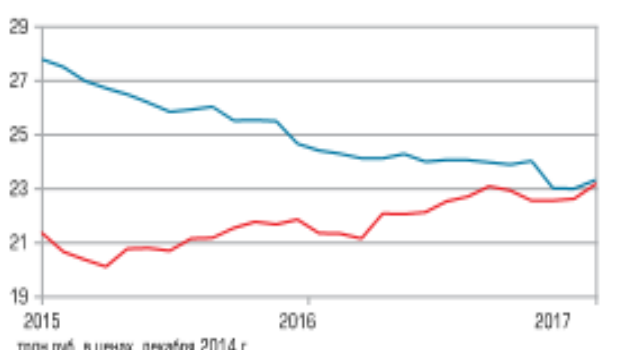
Во-вторых, резкая девальвация подрывает устойчивость финансовой системы из-за обязательств в иностранной валюте. Следовательно, государства в режиме ИТ должны быть готовы существенно увеличивать расходы на поддержку национальных финансовых систем в случае сильных девальваций.

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 эконо-

Высокие процентные ставки привели к стагнации корпоративного кредитования на фоне быстрого роста депозитов



■ Депозиты ■ Кредиты компаниям
 Источник: расчеты автора по данным Росстата и Банка России

мики. 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 неясного валютного коридора. Такое нельзя исключать при благоприятных внешних сценариях. Противоречие 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.

■ Георгий Трофимов, главный экономист Института финансовых исследований, кандидат экономических наук