

## ПЕРСПЕКТИВЫ ПЕРЕХОДА К РЕЖИМУ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В РОССИИ

ГОРЮНОВ Е.Л., АНАЛИТИК ИФИ, 11 СЕНТЯБРЯ 2009 г.

На протяжении последних лет годовая инфляция в России не падала ниже 9%, а средняя ее величина за период с 2000-го по 2008 год составляет 13,6%.



*Источник: Росстат*

Это значительно выше, чем в развитых экономиках. В США средняя инфляция за тот же период составила 2,6%, во Франции и Великобритании – 1,9%, в Германии – 1,7%, в Италии – 2,4%, в Канаде – 2,2%. Для стран с развивающейся экономикой российские темпы роста цен тоже не характерны: средняя годовая инфляция за 2000–2008 гг. в Китае равна 2%, в Индии – 5,2%, в Бразилии – 6,9%, в Малайзии – 2,2%. Впрочем, в соседних Украине и Белоруссии ситуация сходна с российской, то есть в этих странах инфляция в среднем была двузначной, заметно превышая 10%. Тем не менее очевидно, что нынешние темпы роста цен в России слишком высоки, и это оказывает негативное влияние на долгосрочный экономический рост.

Несмотря на постоянные заявления министра финансов Алексея Кудрина о важности борьбы с инфляцией, нельзя сказать, что на практике эта задача является для правительства одной из приоритетных. В нынешней кризисной ситуации торможение роста цен происходит естественным образом (за счет снижения совокупного спроса), поэтому есть шанс использовать этот фон для стратегического перехода к более низким темпам инфляции.

В качестве новой политики, которая способствовала бы подобному переходу, денежные власти рассматривают режим таргетирования инфляции совместно со свободным плаванием обменного курса рубля. Идея перехода к практике таргетирования инфляции и свободного курса обсуждается уже достаточно давно<sup>i</sup>. В середине июня 2009 г. председатель ЦБ Сергей Игнатьев, выступая перед Госдумой, заявил, что основной целью кредитно-денежной политики Банка России является переход к режимам свободного плавания рубля и инфляционного таргетирования. Это подтвердил первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев, отметив также, что эти режимы могут быть введены уже в 2010 г., то есть на год раньше установленного срока<sup>ii</sup>. В связи с этим возникает ряд вопросов. Насколько оправдан такой оптимизм денежных властей? Обладает ли ЦБ соответствующими инструментами воздействия на инфляцию? Целесообразно ли вообще переходить к режиму плавающего курса и таргетирования инфляции?

Режим кредитно-денежной политики, которого придерживался в последние докризисные годы Банк России, сводился к постепенному контролируемому укреплению рубля относительно валютной корзины, состоящей из доллара США и евро. В официальных документах это было отражено как "применение режима управляемого плавающего валютного курса". При постоянных валютных поступлениях от экспорта энергоресурсов такая политика была фактически равносильна скупке валюты Центральным банком. Поскольку одновременно контролировать обменный курс и инфляцию, не накладывая при этом ограничений на движение капитала, крайне затруднительно, Банк России, регулируя обменный курс за счет рублевой эмиссии, де-факто отказался от активной политики по противодействию инфляции.

Важно также отметить, что на инфляционные процессы оказывала влияние бюджетная политика Министерства финансов. К примеру, крайне неравномерное расходование бюджетных средств в течение года приводило к инфляционным всплескам, с которыми ЦБ трудно было справиться.

У режима управляемого валютного курса есть ряд преимуществ. В частности, проводить такую политику относительно "просто", ведь она эффективно работает и при отсутствии продвинутых институциональных структур, а обменный курс хорошо регулируется при помощи рублевых и валютных интервенций. Такая денежная политика понятна и предсказуема для рыночных игроков. Однако ее "простота" оборачивается неконтролируемым ростом цен, то есть неспособностью ЦБ обеспечивать финансовую



стабильность и снижение темпов инфляции. Это, в свою очередь, приводит к слишком высоким процентным ставкам и сдерживанию экономического развития.

Сегодня руководство Банка России заявляет о решимости отказаться от политики управления обменным курсом, а это значит, что теперь Банк России сможет сосредоточиться на борьбе с ростом цен. Таргетирование инфляции предполагает, что сначала ЦБ устанавливает целевые интервалы для инфляции, а затем, используя доступные ему инструменты, корректирует динамику цен, чтобы уложиться в целевой интервал<sup>iii</sup>. В принципе, это вполне разумный и естественный подход, поскольку мировой опыт свидетельствует о том, что за счет мер денежной политики нельзя в долгосрочной перспективе ускорить экономический рост, и единственный параметр, на который можно повлиять при помощи денежной политики, это инфляция. Поэтому представляется вполне логичным, что именно этот параметр должны контролировать денежные власти.

Режим таргетирования инфляции сегодня весьма распространен – его придерживаются такие страны, как Канада, Швеция, Норвегия, Великобритания, Чили, Чехия, Испания, Австрия, Израиль, Финляндия, Испания, Новая Зеландия. Стоит отметить, что с переходом к этому режиму макроэкономические показатели, как правило, заметно улучшаются. Однако практика таргетирования инфляции может принести существенную пользу, только если выполнены определенные требования, касающиеся состояния банковского сектора, качества финансовой системы и институциональной среды в экономике.

Если Банк России действительно отпустит рубль в свободное плавание, то первое требование инфляционного таргетирования – отказ от долгосрочного регулирования сразу нескольких макропараметров – будет выполнено. Действительно, если основной задачей ЦБ является контроль над инфляцией, то тогда он должен быть свободен от обязательств по управлению другими макроэкономическими параметрами, такими, например, как обменный курс. Удержание в целевых интервалах сразу нескольких макроэкономических параметров зачастую оказывается невыполнимой задачей. В частности, такие страны, как Израиль, Чили, Венгрия и Польша, пытались совмещать таргетирование инфляции и фиксацию обменного курса, но в итоге отказались от такой политики. Таким образом, для перехода к таргетированию инфляции необходима твердая решимость отпустить обменный курс в свободное плавание.

Ключевым элементом политики таргетирования инфляции является формирование ожиданий у рыночных игроков. Рынок должен поверить в то, что ЦБ не только способен



контролировать инфляцию, но и готов брать на себя определенные обязательства и потом их выполнять.

Что нужно, чтобы ЦБ мог эффективно контролировать инфляцию? Прежде всего, необходимо понимать, от каких факторов зависит инфляция, и как денежные власти могут воздействовать на нее в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Для этого нужно иметь качественную экономическую модель, которая бы могла достаточно точно предсказать, как отреагирует экономика на те или иные действия денежных властей. Помимо этого, ЦБ должен располагать качественными статистическими данными.

На сегодняшний день нет моделей, которые бы убедительно объясняли инфляцию в России. Достоверно известно, что на инфляционные процессы напрямую влияют факторы, предсказать динамику которых практически невозможно. К их числу относится, например, конъюнктура мирового рынка энергоносителей. Очень существенный вклад в инфляцию вносят контролируемые государством тарифы, на которые ЦБ не способен повлиять своими инструментами и методами. Можно с большой долей уверенности утверждать, что долгосрочная инфляция имеет монетарную природу, однако краткосрочная и среднесрочная инфляция плохо прогнозируется и контролируется.

Хорошая экономическая модель дает ответ на вопрос, какие меры нужно применять, чтобы добиться желаемых целей. Кроме того, необходимы эффективные инструменты, с помощью которых эти меры можно было бы реализовать. В России такие эффективные инструменты денежной политики отсутствуют. Регулирование инфляционных процессов через предложение денег результативно в экономиках с развитым финансовым и банковским сектором, но вряд ли осуществимо в России, где финансовая система недоразвита. Другими словами, специфика российской экономики такова, что интервенции на денежном рынке воздействуют на динамику ИПЦ очень опосредовано и мало предсказуемо.

Другим весьма важным условием эффективности инфляционного таргетирования является прозрачность и подотчетность денежных властей, что позволяет эффективно влиять на ожидания рынка. Как правило, в странах, где проводится политика таргетирования инфляции, ЦБ регулярно публикует отчеты, в которых обозначает свои целевые ориентиры по инфляции, подробно описывает инструменты политики, дает прогнозы по развитию экономики, а также сообщает план своих действий на случай реализации того или иного сценария. При этом денежные власти отчитываются за невыполнение своих обязательств либо перед парламентом, либо перед специальным

комитетом, либо перед иными структурами. Такая институциональная конструкция в значительной мере гарантирует выполнение центральным банком своих обязательств, и поэтому они воспринимаются рыночными агентами всерьез.

Фактор доверия к обещаниям Центрального банка со стороны рынка весьма важен для политики таргетирования инфляции, поскольку координация политики ЦБ с действиями рыночных агентов возможна только в атмосфере доверия. Доверие же возможно, только если ЦБ пользуется реальной независимостью. Самостоятельность ЦБ в определении целей и в принятии мер по их достижению обеспечивает уверенность рынка в том, что денежные власти не откажутся от своих обещаний, например, под политическим давлением.

Насколько вероятен переход к вышеописанной практике? С формальной точки зрения, согласно действующему закону, Банк России подотчетен Государственной Думе. Но можно ли говорить о реальной (а не номинальной) независимости российского ЦБ? По-видимому, нельзя. Об этом свидетельствуют действия ЦБ в период с сентября 2008 г. по февраль 2009 г., когда была проведена т.н. "мягкая девальвация". Многие аналитики сходятся во мнении, что инициатором постепенного ослабления курса рубля, в результате которого золотовалютные резервы ЦБ сократились на треть, было вовсе не руководство ЦБ, а непосредственно глава правительства РФ. Соответственно, нет никаких оснований считать, что в случае перехода к инфляционному таргетированию Банк России действительно сможет сконцентрировать свои усилия исключительно на управлении динамикой роста цен и не откажется от своих целевых ориентиров по инфляции, в случае если на него будет оказываться давление со стороны правительства. Поэтому рынок вряд ли серьезно воспримет обязательства ЦБ, то есть эффект от формирования ожиданий будет сравнительно небольшой.

Обобщая вышеизложенное, с уверенностью можно сказать, что, строго говоря, в России не выполнено ни одно из условий, необходимых для введения инфляционного таргетирования. Тем не менее это не означает, что движение к свободному плаванию обменного курса и инфляционному таргетированию ошибочно. Вообще успешное таргетирование инфляции требует примерно тех же условий, что и любой другой активный режим денежной политики. В конечном счете вопрос качества кредитно-денежной политики упирается в уровень профессионализма и независимости денежных властей, а также в состояние финансовой системы. Эти характеристики чрезвычайно инертны, и быстро их поменять невозможно, поэтому нужно иметь в виду, что любой режим денежной



политики – инфляционное таргетирование или какой-либо другой – будет иметь ограниченный успех. С этой точки зрения нет ничего плохого в том, что Банк России переключится исключительно на регулирование роста цен и будет на постоянной основе публиковать свои прогнозы и целевые интервалы по инфляции. От большей прозрачности денежной политики экономика только выиграет.

Среди академических экономистов нет единого мнения, насколько жестко должны выполняться требования, о которых речь шла выше. Являются ли они совершенно необходимыми условиями или скорее пожеланиями? Опыт стран, перешедших к режиму таргетирования инфляции, свидетельствует, что внедрение этого режима может приводить к заметным улучшениям, даже если изначально все требования не были выполнены<sup>iv</sup>. В научных кругах распространена точка зрения, что таргетирование инфляции следует понимать не как жесткое монетарное правило, а скорее как режим денежной политики, при котором приоритетной целью денежных властей является удержание долгосрочной инфляции в целевых рамках. При этом в принципе допускается учет других макроэкономических параметров, если только это не противоречит стабилизации долгосрочной инфляции. Другими словами, ни стабилизационная стимулирующая денежная политика, ни сглаживание краткосрочных курсовых колебаний не противоречат таргетированию инфляции. Вполне можно утверждать, что с сегодняшних позиций таргетирование инфляции – это просто режим денежной политики, который проводит ответственный центральный банк, причем стабилизация долгосрочной инфляции является его главной задачей.

Если ЦБ перейдет к таргетированию инфляции, то, поскольку его возможности воздействовать на инфляцию весьма ограничены, естественно ожидать, что целевой коридор будет достаточно широким. Причем вероятно, что удержать инфляцию даже в этом широком коридоре не всегда будет удаваться. Однако в этом нет ничего чрезвычайно необычного – в Норвегии, например, среднесрочные отклонения инфляции от целевого значения, установленного на уровне 2,5%, достигают иногда более 1,5%. При этом Норвегия считается примером качественного таргетирования инфляции.

В действительности для успешного таргетирования инфляции важно само стремление денежных властей сконцентрироваться на стабилизации инфляции. В этом случае даже существенные отклонения фактической инфляции от целевых ориентиров не становятся большой проблемой, поскольку решающую роль в успехе таргетирования играет предсказуемость действий денежных властей.

В целом, отказ от управления обменным курсом и переход к инфляционному таргетированию представляется верным направлением денежной политики ближайших лет. Это может сыграть решающую роль в снижении процентных ставок и инфляции, что, в свою очередь, стратегически важно для долгосрочного экономического развития. Главной угрозой для такой перспективы является давление и ограничения реальной самостоятельности Банка России со стороны руководства страны. Таким образом, ключевую роль в данном случае играет готовность руководства страны взять на себя обязательства не вмешиваться в деятельность ЦБ.

---

<sup>i</sup> В 2005 г. в журнале "Экономическая политика" вышла статья А.Улюкаева, О.Замулина и М.Куликова "Предпосылки и последствия внедрения таргетирования инфляции в России", в которой подробно обсуждались различные аспекты возможного внедрения режима таргетирования инфляции в России. Также см. А.Улюкаев, С.Дробышевский, П.Трунин, "Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ", Вопросы экономики, №.1, 2008

<sup>ii</sup> Планами Банка России относительно внедрения таргетирования инфляции изложены в документе "Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов"

<sup>iii</sup> Существует большой список литературы, в которой подробно определяется и обсуждается режим таргетирования инфляции. См., например, Ben S. Bernanke, Frederick S. Mishkin, Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, Journal of Economic Perspectives, Vol.11, №2, 1997

<sup>iv</sup> См., например, Carare A., Shaechter A., Stone M., Zelmer M., Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting, IMF Working Paper 02/1002, Washington, 2002 и Truman E., Inflation Targeting in the World Economy, Institute for International Economics, Washington, 2003.