

Дилемма денежно-кредитной политики России: таргетирование инфляции или валютного курса?

© 2016 Камышова Анна Борисовна

доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры общей
экономической теории и истории экономической мысли
Санкт-Петербургский государственный экономический университет
191023, г. Санкт-Петербург, ул. Садовая, д. 21
E-mail: kamyshova76@mail.ru

Рассматривается влияние эффекта переноса на результативность денежно-кредитной политики в глобализирующемся мире в целом и современной России в частности. Особое внимание уделяется анализу влияния на величину эффекта переноса выбранного правительством режима валютного курса. Дается обоснование результативности денежно-кредитной политики Банка России в докризисный период.

Ключевые слова: государственное регулирование, оптимальная денежно-кредитная политика, таргетирование инфляции, эффект переноса.

Одной из актуальных задач, стоящих перед Правительством РФ на современном этапе социально-экономического развития, является улучшение позиций на мировых рынках, что сводится к повышению конкурентоспособности российской экономики. В 2000-е гг. в России наблюдался процесс либерализации внешнеэкономической политики, в том числе отсутствие каких-либо количественных ограничений импорта (до вступления в силу политических и экономических санкций). До сих пор в российской экономике не было механизма поддержки национального экспорта и отечественных производителей, в то время как за рубежом существует и активно реализуется практика участия государства в кредитовании экспорта, которое может выступать гарантом частных кредиторов (важными факторами конкурентоспособности на мировом рынке являются возможность и условия кредитования). В этой ситуации, осложняющейся нестабильностью внешнеэкономической конъюнктуры, важным становится выбор правительством оптимальной валютной политики.

Вследствие наблюдавшегося в 2000-е гг. растущего притока нефтедолларов и реального укрепления национальной валюты российская экономика сталкивалась с выбором между темпом инфляции и динамикой чистого экспорта. В связи с этим вопрос о необходимости валютных интервенций, осуществляемых Банком России, находился в центре многих экономических исследований. Согласно выводам, вытекающим из теоретических моделей, степень вмешательства центрального банка в процесс функционирования валютного рынка зависит от величины *эффекта переноса динамики обменного валютного курса на темпы изменения*

внутренних цен. Чем больше величина эффекта переноса, тем значительнее национальная экономика подвержена внешним шокам и тем более обоснованны интервенции центрального банка на рынке иностранной валюты в целях нивелирования колебаний валютного курса. В свою очередь, степень проявления эффекта переноса определяет набор и величину инструментов денежно-кредитной политики и влияет на эффективность применения монетарных регуляторов макроэкономической политики государства в целом.

Многие исследователи занимаются изучением проблемы выбора оптимальной денежно-кредитной политики в открытой экономике, подверженной влиянию внешнеэкономических шоков. Задача денежно-кредитной политики в такого рода экономиках осложняется наличием следующих факторов: помимо выбора между темпом инфляции и уровнем безработицы в стремлении достичь потенциального объема выпуска, правительству нужно учитывать колебания валютного курса, которые являются каналами воздействия внешних шоков на параметры национальной экономики. Политика правительства, направленная на нивелирование колебаний номинального валютного курса, популярна на Западе¹. Если правительство ориентируется на номинальный валютный курс, то политика центрального банка теряет свойство независимости и становится уязвимой для изменений внешнеэкономической конъюнктуры. В связи с этим вступают в противоречие две главные цели: достижение внутреннего и внешнего равновесия, что накладывает определенные ограничения на сочетание государственных регуляторов в рамках макроэкономической политики.

Особенно остро проблема поиска оптимального сочетания денежно-кредитных регуляторов стоит перед Правительством России. Несмотря на то, что правительство провозгласило таргетирование инфляции в качестве основной цели денежно-кредитной политики, результаты ряда эмпирических исследований свидетельствуют в пользу выбора таргетирования номинального валютного курса².

В докризисный период возросший приток нефтедолларов в российскую экономику обуславливал реальное укрепление национальной валюты. Если Центральный банк РФ выбирал политику невмешательства в функционирование валютного рынка, то под давлением перечисленных процессов валютный курс (количество рублей за один доллар) начинал снижаться. Снижение последнего является фактором сокращения экспорта и, как следствие, чистого экспорта. Нежелание терять чистый экспорт вынуждало Центральный банк препятствовать снижению номинального валютного курса (укреплению валютного курса) посредством аккумулирования валютных резервов и увеличения своей денежной базы. Увеличение последней провоцировало мультипликативное расширение денежной массы и, как следствие, стимулировало развитие инфляции спроса, инициированной монетарными факторами.

Становится очевидным, что цели таргетирования валютного курса и инфляции являются несовместимыми. Следовательно, поиск оптимальной денежно-кредитной политики требует определения степени вмешательства Центрального банка в функционирование валютного рынка посредством осуществления валютных интервенций.

Между тем таргетирование инфляции подвергается критике со стороны отечественных и западных ученых, и тому есть ряд причин³:

- Инфляционные процессы в целом не контролируются центральным банком. Как правило, в период экономического кризиса немонетарные факторы инфляции, неконтролируемые денежными властями, преобладают над монетарными. Использование денежно-кредитных инструментов в данной ситуации оказывает дестабилизирующее влияние на функционирование экономики при недостижимости центральным банком целевых показателей.

- Осуществление инфляционного таргетирования подразумевает, что первоочередной задачей монетарных властей является инфляция, при этом таким важнейшим макроэкономическим параметром, как занятость, производительность труда, динамика промышленного производства, не уделяется должного внимания. В крат-

косрочной перспективе таргетирование инфляции ведет к замедлению роста объема выпуска продукции страны при постепенном снижении производительности труда, а в среднесрочной и долгосрочной перспективе - к серьезным колебаниям занятости и объема производства.

- С позиций результативности государственного регулирования национальной экономики, режим инфляционного таргетирования не обладает сравнительными преимуществами перед монетарным таргетированием. Еще М. Фридман указывал на ограниченные возможности центрального банка по сдерживанию инфляции. Денежно-кредитное регулирование было бы эффективным в том случае, "если было бы возможно предсказать, во-первых, воздействие немонетарных причин на уровень цен для значительного периода времени в будущем и, во-вторых, продолжительность в каждом отдельном случае времени вступления монетарных факторов в действие"⁴.

- Дискуссионным является вопрос о выборе целевой переменной - конкретного индекса цен в данном качестве. В ряде стран ЕС вместо индекса потребительских цен, как целевого показателя, использовалась базовая и монетарная инфляция, скорректированная на воздействие факторов, не зависящих от административного регулирования и колебаний цен на услуги естественных монополий.

- Существование временного лага между действиями Центрального банка и динамикой общего уровня цен, длительность которого может достигать до двух-трех лет, в условиях стабильного развития экономики не является таким критичным, как в периоды кризиса, когда эта проблема становится первостепенной.

- Проведение политики инфляционного таргетирования вызывает колебания объема промышленного производства. Поэтому эксперт Международного валютного фонда Дж. Грин⁵ считает необходимым сочетать инфляционное таргетирование и таргетирование объема промышленного производства. В рамках политики таргетирования объема промышленного производства предполагается публичное провозглашение потенциальных размеров ВВП и определение пределов, в которых объем реального совокупного спроса может отклоняться от оговоренных параметров. То есть речь идет об установлении уровня инфляции для потенциального ВВП, а именно о совмещении пределов колебания уровня инфляции с установленными пределами динамики ВВП.

Если центральный банк придерживается политики стабилизации реального валютного курс-

са, то он вынужден скупать излишнюю иностранную валюту и стерилизовать дополнительную денежную массу. Это приводит к росту внутренних процентных ставок и притоку спекулятивного капитала из-за рубежа, что инициирует раскручивание инфляционной спирали. Более того, приток спекулятивного капитала увеличивает чувствительность денежно-кредитной системы к внешнеэкономическим кризисам.

Многие теоретики утверждают, что степень вмешательства центрального банка и оптимальная степень валютных интервенций зависят от величины эффекта переноса динамики валютного курса на темпы изменения внутренних цен⁶. Если величина эффекта переноса значительная, то при отсутствии вмешательства центрального банка колебания валютного курса окажут влияние на динамику внутренних цен, и, как следствие, величину потребительских расходов. В таком случае вмешательство центрального банка в функционирование валютного рынка для нивелирования колебаний валютного курса становится необходимым. При этом величина эффекта переноса становится эндогенным параметром по отношению к денежно-кредитной политике⁷. Результаты эмпирических исследований демонстрируют, что величина эффекта переноса больше в странах с более высоким уровнем инфляции⁸ и меньшей степенью валютных интервенций центрального банка⁹.

Несмотря на то, что до конца 70-х гг. XX в. исследованию эффекта переноса не уделялось должного внимания, в настоящее время вследствие процесса глобализации мировых рынков и роста масштабов международной торговли значимость данного явления в мировой экономической науке выросла. Важность существования эффекта переноса заключается в том, что наличие такого явления обуславливает определенные ограничения при сочетании инструментов государственного регулирования. Степень реакции внутренних цен на динамику номинального обменного курса характеризует уровень зависимости национальной экономики от внешнеэкономических шоков на мировых рынках и более высокой волатильности внутренних цен. Поэтому при выборе инструментов государственного регулирования правительству необходимо знать величину эффекта переноса.

Е. Чаудри и Д. Хакура первыми попытались обосновать макроэкономическую природу эффекта переноса и привели доказательства взаимосвязи его значения со средним темпом изменения внутренних цен в ряде стран. Данный вывод подтверждается усредненными оценками эффекта переноса для трех групп стран¹⁰. Если

принять за факт систематическое соотношение эффекта переноса с уровнем инфляции, который зависит от денежно-кредитной политики внутри страны, то при определении монетарной стратегии государства необходимо учитывать эту зависимость двух явлений¹¹.

Результаты теоретического и эмпирического анализа эффекта переноса в рамках модели открытой экономики с фиксированными ценами предполагают зависимость степени эффекта переноса от частоты пересмотра цен зарубежными фирмами¹². Согласно выводам авторов данного исследования высокий уровень инфляции обуславливает необходимость частого пересмотра цен, в результате чего значение эффекта переноса в таких условиях будет больше. Поэтому эффект переноса становится эндогенным параметром по отношению к денежно-кредитной политике. Результаты проведенных авторами эмпирических исследований, базирующихся на статистических данных по 118 странам, подтверждают, что страны с более высоким уровнем инфляции имеют более значительный эффект переноса, однако характер данной зависимости не является линейным.

Активность центрального банка в использовании интервенций на валютном рынке обуславливает степень эффекта переноса. Так, согласно эмпирическим исследованиям Ф. Корричелли¹³ значение эффекта переноса меньше в тех странах, где центральный банк проявляет большую активность в регулировании обменного валютного курса.

В рамках исследования¹⁴, целью которого являлось определение оптимальной денежно-кредитной политики в открытой экономике при неполном эффекте переноса, авторы провели анализ различных режимов валютного курса в рамках модели общего макроэкономического равновесия. В рамках модели общего макроэкономического равновесия взаимодействуют экономические субъекты, стремящиеся максимизировать ожидаемую полезность от их деятельности в условиях жестких цен при неполном эффекте переноса. Важный вывод, полученный из данного исследования, заключается в следующем: при небольшой величине эффекта переноса оптимальным станет выбор фиксированного режима валютного курса в экономике, подверженной реальным внутренним шокам. Если экономика сталкивается с незначительными реальными шоками и денежный сектор страны относительно стабилен, то оптимальным будет выбор плавающего режима валютного курса. В случае большой величины эффекта переноса плавающий

валютный курс не будет оптимальным даже при стабильном денежном секторе, поскольку изменения валютного курса окажут прямое воздействие на уровень потребительских расходов частного сектора, что в дальнейшем обусловит снижение благосостояния страны. Опираясь на результаты этого исследования, можно сделать важный вывод: величина эффекта переноса в значительной степени определяет выбор правительством режима валютного курса. Так, чем больше эффект переноса в стране, тем более обоснованным является применение центральным банком валютных интервенций для нивелирования колебаний обменного валютного курса.

В рамках исследования, направленного на поиск оптимального сочетания инструментов денежно-кредитной политики в России, интересны результаты работы В.В. Добрынской¹⁵. Согласно результатам оценки построенной автором регрессионной модели, информационной базой для которой послужили данные официальной статистики по России в докризисный период (с 1998 по 2005 г.), накопленный эффект переноса составил 35 % за период в течение 12 месяцев. Из этого следует, что 35 % колебаний обменного валютного курса нашли свое отражение в индексе потребительских цен за год, что свидетельствует о довольно значимой величине эффекта переноса. Данная оценка является усредненной, поскольку величина эффекта переноса в период кризиса 1998 г. значительно отличается от данных за последующие периоды. Так, в период посткризисного восстановления экономики наблюдалось значительное уменьшение величины эффекта переноса (практически до нуля), что, возможно, обеспечивалось посредством существенного импортозамещения. Начиная с 2003 г. по мере восстановления российской экономики значение эффекта переноса стабилизировалось на уровне 8 % за год. Такая величина эффекта переноса является сопоставимой с данными, характерными для европейских экономик до введения евро: во Франции - 7 %, в Германии - 8 %, в Италии - 12 %, в Голландии - 11 %, в Испании - 8 %¹⁶.

Величина эффекта переноса в период кризиса 1998 г. была значительно выше, что, вероятно, обусловлено преобладавшим в то время ценообразованием в иностранной валюте. Следствием резкого ослабления рубля стала замена отечественными аналогами потребления импортных товаров. Также сформировалась тенденция переноса некоторыми зарубежными производителями, осуществляющими экспорт товаров в Россию до кризиса, своего производства на территорию РФ, используя при этом местные про-

межуточные продукты. Влияние данных факторов стало одной из причин установления практически нулевого значения эффекта переноса в период посткризисного развития. Также в этот период наблюдалось повышение уровня доходов населения, сопровождаемое переключением потребительских расходов с импортных товаров на отечественные. В подобной ситуации становится актуальным переход к таргетированию обменного валютного курса посредством регулирования предложения денег в зависимости от динамики внешнеэкономической конъюнктуры.

Важно отметить, что в течение периода исследования наблюдалось изменение не только величины эффекта переноса, но и чувствительности различных товарных групп к изменениям динамики валютного курса: в период кризиса наиболее чувствительными к колебаниям валютного курса были цены непродовольственных товаров и менее чувствительны цены на услуги¹⁷. В период посткризисного восстановления экономики наиболее чувствительными к колебаниям валютного курса были цены продовольственных товаров при неизменной эластичности цен на услуги. Поскольку услуги относятся к продуктам, производимым в секторе неэкспортируемых товаров, неизменно незначительная величина эффекта переноса становится вполне объяснимой. Низкое значение эластичности цен на непродовольственные товары может быть обусловлено следующими факторами: во-первых, увеличением доли товаров отечественного производства в совокупном потреблении; во-вторых, широким распространением стратегии ценообразования "pricing-to-market strategy"¹⁸. Согласно данной стратегии при изменении валютного курса страна, осуществляющая импорт товаров в Россию, предпочтительнее изменит свою маржу прибыли, нежели конечную цену продукта.

Подводя итог исследованию эффекта переноса в России в посткризисный период, можно сделать такой вывод. Несмотря на незначительную зависимость внутренних цен от колебаний валютного курса в связи с посткризисной политикой Центрального банка РФ, направленной на стабилизацию курса национальной валюты, цены на ряд товаров по-прежнему были высокочувствительными к динамике валютного курса. Данное обстоятельство обуславливает подверженность российской экономики внешним шокам. Более того, при условии, что товары с высокой чувствительностью к динамике валютного курса являются товарами первой необходимости, занимающими значительную долю в бюджете потребителя, политика Центрального банка, направленная на приспособление денежного предложе-

ния к динамике валютного курса, становится весьма актуальной.

По данным официальной статистики, именно доля расходов населения России на продовольственные товары самая значительная. Так, в 2006 г. она составляла 43 % и около 35 % в 2010 г. при условии, что цены на продовольственные товары в России являются самыми чувствительными к динамике валютного курса. По мере снижения уровня жизни начинает возрастать доля расходов населения на потребление продовольственных товаров. В такой ситуации государству с целью заботы о благосостоянии населения следует проводить политику таргетирования валютного курса посредством приспособления денежного предложения к его динамике. Иначе колебания валютного курса найдут свое отражение в ценах таких товаров, доля которых в совокупном потреблении населения России значительна.

Согласно теоретическим моделям, исследующим направления мероприятий государственного регулирования в зависимости от изменений экономической конъюнктуры¹⁹, в ответ на рост обменного валютного курса Центральный банк РФ осуществляет валютные интервенции, проводя сдерживающую денежно-кредитную политику. Тогда будет ослаблен инфляционный эффект, инициированный ростом валютного курса. Политика таргетирования валютного курса имеет аналогичные последствия: рост валютного курса инициирует расширение предложения иностранной валюты Центральным банком, что приведет к сжатию денежной массы. В результате этого ослабление курса рубля будет не таким значительным, а инфляционный рост цен частично погасят. То есть Центральный банк, следующий предписаниям теоретических моделей, в ответ на рост валютного курса проводит сдерживающую денежно-кредитную политику. Так, в ответ на положительный шок валютного курса Центральный банк сжимает денежную массу и, наоборот, в случае отрицательного эффекта денежное предложение расширяется.

Такая теория находит свое подтверждение на практике западных стран (анализ денежно-кредитной политики Евросоюза и США²⁰). Иная картина наблюдалась в России в течение 1995-2002 гг. согласно исследованиям В.В. Добрынской и Д. Левандо. Проводимая Центральным банком денежно-кредитная политика была направлена не на сокращение величины эффекта переноса, а напротив, на ее увеличение. Полученный результат объяснялся тем, что исследование охватывало период кризиса, в течение которого резкое ослабление курса рубля сопровож-

далось значительным расширением предложения денег. Для анализа изменений политики Центрального банка после кризиса 1998 г. авторы построили модель для всего периода исследования и отдельно для 2003-2005 гг. Полученные на основе модели данные для периода с 1998 по 2005 г. свидетельствуют о том, что денежно-кредитная политика, проводимая Центральным банком РФ, не нивелировала, а усиливала эффект переноса. Поскольку данный период включает и кризис 1998 г., и посткризисное развитие экономики, полученные данные представляются усредненными. Согласно оценке эффекта переноса в 1998 г. резкое ослабление курса рубля сопровождалось значительным расширением предложения денег. Это оказало дополнительное инфляционное давление на внутренние цены. Согласно выводам теоретических моделей такая политика стимулирует инфляционный рост цен и снижает благосостояние населения. Возможно, политика Центрального банка, направленная на сохранение денежного предложения на неизменном уровне, могла бы в тот период обеспечить меньшие потери благосостояния населения.

В период с 2003 по 2005 г. политика, проводимая Центральным банком РФ, действительно была направлена на снижение эффекта переноса. Совокупный эффект, достигаемый вследствие изменения предложения денег и динамики индекса потребительских цен, составил 3,5 % в год. Величина эффекта переноса при условии отсутствия вмешательств Центрального банка, направленных на приспособление предложения денег к колебаниям валютного курса, могла достичь значения 8 % в год²¹. Следовательно, политика, проводимая Центральным банком в период между кризисами 1998 и 2008 гг., позволила сократить значение эффекта переноса и снизить волатильность внутренних цен, что уменьшило потери благосостояния общества в связи с инфляцией.

Таким образом, очевидно, что денежно-кредитная политика, осуществляемая в период между двумя кризисами, соответствовала предписаниям теоретических моделей, предложенных западными экономистами, однако требуется учитывать некоторые особенности, присущие российской экономике. В условиях нарастающей внешнеэкономической нестабильности, обусловленной изменением внешнеполитической ситуации и глобальным экономическим кризисом, Банку России следует особое внимание уделить поиску компромисса между таргетированием инфляции, ограничением которой является важнейшей целью макроэкономической политики, и таргетированием валютного курса, выступающего важнейшим инструментом балансирования государствен-

ного бюджета и стабилизатора - поглотителя внешнеэкономических шоков.

¹ Parsly D., Popper H. (1998) Exchange Rates, Domestic Prices and Central Bank Actions: recent US Experience. *Southen Economic Journal*, 64 (4), pp. 957-972.

² Vdovichenko A., Voronina V. (2004) Monetary policy Rules and Their Application in Russia. *Economics Education and Reseach Consortiun Working Paper*, 04/09.

³ Кондратов Д. Таргетирование инфляции: практика ЕС и перспективы России // *Экономист*. 2011. □ 3. С. 68-69.

⁴ Фридман М. Основы монетаризма / под науч. ред. Д.А. Козлова. Москва, 2002.

⁵ Green J. (1996) Inflation Targeting: Theoty and Policy Implication. *IMF Working Paper*, WP/96/95.

⁶ Deverux M., Engel C. (2000) Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility. *NBER Working Paper*. April, 7665.

⁷ Deverux M., Engel C., Yetman J. (2003) Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through: Theory and Empirics. *Hong Kong Institute for Monetary Reseach Working Paper*.

⁸ Chaudri E.U., Hakura D.S. (2001) Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter. *IMF Working Paper*, 01/194.

⁹ Corricelli F., Jazbec B., Masten I. (2004) Exchange Rate Pass-Through in Acceding Countries: the Role of Exchange Rate Regimes. Presented at Dubrovnik Economic Conference, June.

¹⁰ Chaudri E.U., Hakura D.S. *Op. cit.*

¹¹ Камышова А.Б. Методология государственного регулирования национальной экономики в условиях мирового кризиса // *Вестн. Российской академии естественных наук*. 2011. □ 4. С. 52.

¹² Deverux M., Engel C., Yetman J. *Op. cit.*

¹³ Corricelli F., Jazbec B., Masten I. *Op. cit.*

¹⁴ Deverux M., Engel C., Yetman J. *Op. cit.*

¹⁵ Добрынская В.В. Эффект переноса и монетарная политика в России: что изменилось после кризиса 1998 г.? // *Экономический журнал ВШЭ*. 2007. □ 2. С. 213-233.

¹⁶ Hufner F., Schoder M. (2002) Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices: a European Perspective. *Centrum for European Economic Research. Discussion Paper*, 0220.

¹⁷ Dobrynskaya V., Levando D. (2005) A Study of Exchange Rate Pass-through Effect in Russia. *ICEF Working Paper*. May, 05/01.

¹⁸ Добрынская В.В. Указ. соч. С. 221.

¹⁹ Deverux M., Engel C., Yetman J. *Op. cit.*

²⁰ Parsly D., Popper H. *Op. cit.*, pp. 957-972.

²¹ Добрынская В.В. Указ. соч. С. 225.

Поступила в редакцию 06.03.2016 г.