

ОРИЕНТИРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

**Сергей
ДРОБЫШЕВСКИЙ**
кандидат экономических наук,
руководитель Научного направления
«Макроэкономика и финансы» ИЭПП

Оικονομία • Πολιτικά

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

Текущий финансово-экономический кризис, как и кризис 1998 года, стал переломным по отношению к модели денежно-кредитной политики, проводимой ЦБ РФ. Итогами кризиса 1998 года стали отказ от политики валютного коридора, накопление золотовалютных резервов и управление (противодействие накоплению) избыточной рублевой ликвидности у банков. В 2008—2009 годах в качестве нововведений в политике денежных властей можно отметить использование процентных ставок в качестве работающего инструмента политики, первые шаги в направлении плавающего курса рубля и инфляционного таргетирования.

Рассмотрим подробнее возможные варианты и ограничения новой политики ЦБ РФ в краткосрочной (до одного года) перспективе, а также, на наш взгляд, предпочтительные среднесрочные (до 3 лет) и долгосрочные (до 10 лет) ориентиры для политики денежных властей.

1. Оценка текущей ситуации и вызовы в краткосрочной перспективе

Снижение инфляции во втором полугодии 2009 года было вызвано в первую очередь крайне жесткой (по факту) денежно-кредитной политикой на протяжении первого полугодия 2009 года. Принципиальным стал тот факт, что в данном случае жесткая денежная политика совпала со снижением реального совокупного спроса в экономике и с повышением нормы сбережения. Таким образом, в отличие от 1998 года не наблюдалось всплеска инфляции на фоне сокращения реального спроса.

Исходя из наблюдаемых лагов между динамикой денежной массы и из-

менением цен в российской экономике (4—9 месяцев) можно предположить, что и в первом полугодии 2010 года темы инфляции (по ИПЦ) останутся на достаточно низком уровне (5—7% в годовом исчислении). Однако относительно инфляции во втором полугодии 2010 года сохраняется высокая неопределенность, связанная с исполнением федерального бюджета в декабре 2009 года и соответственно с ростом денежного предложения за последний месяц 2009 года более чем на 20%. Если Банку России не удастся полностью изъять декабрьский выброс денег в экономику до конца первого квартала 2010 года и возобновить жесткую денежную политику, то инфляционный эффект такой эмиссии начнет проявляться уже в апреле-мае 2010 года. Во втором полугодии 2010 года прирост ИПЦ может достигнуть 10—12% в годовом исчислении, и по итогам 2010 года инфляция составит 8—9,5%, то есть не снизится по сравнению с 2009 годом.

Тем не менее при успешной реализации более жесткой денежно-кредитной политики в первом полугодии 2010 года уже в 2010 году инфляция в России может снизиться до 6—8%.

Снижение ЦБ РФ ставки рефинансирования во втором полугодии 2009 года не окажет серьезного влияния на инфляционные процессы. Во-первых, ЦБ РФ одновременно со снижением ставки рефинансирования объявил об ужесточении доступа российских банков к ликвидным ресурсам. Во-вторых, в условиях сохраняющихся высоких рисков кредитования реального сектора и высокой доли плохих долгов компаний снижение ставки рефинансирования не может вызвать заметного расширения кредитной активности банков. В-третьих, в текущих условиях снижение стоимости ресурсов для банков представляет опасность, скорее, в плане стабильности курса рубля, чем в плане инфляции.

Таким образом, наблюдаемая тенденция к снижению инфляции позволяет надеяться на возможность перехода с 2011 года к инфляционному таргетированию в интервале 4—5% в годовом исчислении. Однако до тех пор, пока не возобновится масштабное кредитование реального сектора, ставка рефинансирования, как и другие ставки по операциям ЦБ РФ, не сможет играть роль работающего инструмента денежно-кредитной политики. Иными словами, действительный переход на инфляционное таргетирование возможен при выполнении двух условий: снижения инфляции до уровня не выше 5% в год и повышения значимости ставок по операциям ЦБ РФ для кредитной активности банковского сектора.

При переходе на инфляционное таргетирование неизбежно встает вопрос о переходе в валютной политике к свободному плаванию рубля. Практически все развивающиеся страны, тем более страны с сырьевой направленностью экспорта, не придерживаются чистого инфляционного таргетирования. Так называемое модифицированное инфляционное таргетирование, при котором целевая функция денежных властей включает, помимо инфляции, не реальный выпуск, а реальный курс национальной валюты либо еще и цены активов на фондовом рынке, и является на рынке недвижимости обычной практикой.

Принимая во внимание структуру экономики и экспорта РФ, переходить к нерегулируемому свободному плаванию рубля относительно некоторой корзины валют нельзя. ЦБ РФ будет вынужден проводить процентную политику, направленную как на поддержание некоторого коридора по инфляции, так и на удержание курса рубля в рамках некоторого коридора. В частности, в стабильных условиях волатильность обменного курса рубля к бивалютной корзине не должна превышать волатильность курсов валют в паре доллар/евро. Иными словами, ширина целевого коридора для бивалютной корзины будет составлять 6—8 рублей.

В этой связи наметившееся во второй половине 2009 года укрепление реального и номинального курса рубля представляется нам вполне оправданным в ситуации устойчиво положительного сальдо счета текущих операций. К настоящему моменту реальный эффективный курс рубля по-прежнему заметно ниже, чем перед началом снижения номинального курса в августе 2008 года. Однако в условиях более свободного (в рамках широкого коридора) плавания рубля дальнейшее укрепление не является predetermined и курс рубля должен быть более чувствителен к движению капитала.

2. Среднесрочные ориентиры

Рассматривая более длительную перспективу (до 2—3 лет), в качестве ключевых ориентиров политики ЦБ РФ необходимо отметить следующие.

1. Снижение уровня инфляции до 5% в год. Данный сценарий представляется нам вполне реалистичным. Достижение такого уровня является необходимым (но не достаточным) условием для перехода к политике инфляционного таргетирования.

2. Отказ от установления узких коридоров (в пределах менее 10% от среднего значения) для номинального курса рубля по отношению к какой-либо валюте (или корзине валют). ЦБ РФ фактически уже проводит такую политику начиная с января 2009 года.

3. Создание Комитета по денежно-кредитной политике ЦБ РФ. Проведение ежемесячных (ежеквартальных) заседаний Комитета с обсуждением текущей ситуации и принятием решений по значениям инструментов политики ЦБ РФ на ближайший месяц (квартал). Обязательное публичное раскрытие основных параметров принятых решений. Прозрачность принимаемых денежными властями решений — также одно из необходимых условий перехода к инфляционному таргетированию и активной процентной политике. Кроме того, прозрачность политики центрального банка является важным показателем независимости проводимой денежно-кредитной политики от политической конъюнктуры и позволяет давать экономическим агентам сигналы о будущих мерах экономической политики и желаемых изменениях в денежной сфере, формируя ожидания в экономике.

4. Переход к использованию процентных ставок как основного инструмента денежно-кредитной политики. Процентные ставки по операциям ЦБ РФ начали играть заметную роль уже с осени 2008 года, когда процесс формирования денежного предложения стал опираться на кредитование и рефинансирование коммерческих банков, а не на операции на валютном рынке. В ближайшие годы ЦБ РФ предстоит пойти дальше в данном направлении, формируя, по мере снижения рисков в реальном секторе, процентный канал передачи решений в области денежной политики в реальный сектор экономики посредством банковской системы.

5. Минимизация влияния на курсообразование на валютном рынке через прямые интервенции ЦБ РФ. До настоящего времени влияние на номинальный обменный курс рубля осуществлялось ЦБ РФ практически исключительно через прямые валютные или рублевые интервенции на валютном рынке. В условиях более свободного курсообразования, а также повышения роли процентных ставок спектр воздействующих на курс решений может быть расширен. В частности, ЦБ РФ может перейти к влиянию на курс, управляя через процентный канал банковской ликвидностью, сужая или расширяя спрос на иностранную валюту в зависимости от ситуации на валютном рынке.

6. Дифференциация нормативов обязательных резервных требований по обязательствам в рублях и иностранной валюте. Необходимость ограничения притока краткосрочного иностранного капитала в целях недопущения формирования очередного пузыря на внутреннем финансовом рынке, излишнего укрепления реального курса рубля и ухудшения валютной позиции российских банков уже озвучивалась руководством страны и ЦБ РФ. Дифференциация отчислений в ФОР по различным видам обязательств представляется нам одной из наиболее эффективных и оперативных мер, позволяющих ЦБ РФ управлять валютной структурой пассивов банков и ограничивать нежелательные потоки иностранного капитала, не отказываясь от принципа либерализации счета движения капитала.

7. Финансирование ненефтегазового дефицита федерального бюджета РФ путем выпуска государственных ценных бумаг, размещаемых на внутреннем рынке РФ. Сохранение зависимости российской экономики от конъюнктуры мировых сырьевых рынков затрудняет проведение антициклической экономической политики внутри страны. Создание Резервного фонда, выделение ненефтегазовых доходов и нефтегазового трансферта было первым шагом на пути противодействия внутренним циклическим и внешним конъюнктурным колебаниям. Как показал опыт 2008—2009 годов, в условиях снижения внешней конъюнктуры Резервный фонд успешно выполняет свою роль по сглаживанию колебаний рентных доходов. Однако при наложении на конъюнктурный цикл внутреннего бизнеса-цикла возможности Резервного фонда оказываются недостаточными и Правительство РФ вынуждено идти на масштабные рыночные заимствования. Формирование развитого рынка государственных ценных бумаг (в первую очередь внутренних) не только позволяет сглаживать колебания циклических бюджетных доходов, но и дает ЦБ РФ возможности для реализации на практике политики управления процентными ставками через операции на открытом рынке.

3. Долгосрочные цели (на период до 10 лет)

Успешное преодоление ЦБ РФ краткосрочных вызовов и выполнение среднесрочных ориентиров позволяет рассчитывать на успешное достижение долгосрочных целей денежно-кредитной политики, соответствующих модернизационному (инновационному) сценарию развития российской экономики.

1. Устойчивое поддержание инфляции на уровне не выше 3—4% в год.
2. Окончательный переход политики ЦБ РФ к режиму инфляционного (модифицированного или смешанного, с учетом влияния конъюнктуры мировых сырьевых рынков на обменный курс рубля) таргетирования.
3. Максимально свободное, с учетом влияния конъюнктуры мировых сырьевых рынков и движения краткосрочного капитала, плавание курса рубля по отношению к некоторой корзине валют.
4. Проведение политики денежных властей через операции на рынке государственных ценных бумаг и краткосрочные (до 3 месяцев) операции по привлечению / выдаче средств с коммерческими банками. Таким образом, процентные ставки являются ключевым инструментом денежно-кредитной политики.
5. Выполнение рублем части функций резервной валюты (валюта иностранных эмиссионных ценных бумаг, резервная валюта для центральных банков стран — крупных торговых партнеров РФ и стран из географически близких регионов, валюта расчетов по ряду торговых операций РФ).
6. Минимальная долларизация сбережений и долговых обязательств российских экономических агентов на территории РФ.
7. Достижение уровня монетизации экономики РФ не менее 100% ВВП.