

УРОКИ КРИЗИСА ДЛЯ РОССИИ: МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

Ксения ЮДАЕВА

директор Центра
макроэкономических исследований
Сбербанка России

Мария ГОДУНОВА

главный эксперт Центра
макроэкономических исследований
Сбербанка России

Ойкономια • Πολιτικά

• ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

Введение

Россию часто относят к числу наиболее пострадавших от кризиса стран. Строго говоря, это не совсем верно: и по показателям глубины падения ВВП и промышленного производства, и по показателю безработицы ситуация в России выглядит лучше, чем, к примеру, у некоторых ее соседей — Украины или прибалтийских стран. Поэтому глубину кризиса в России можно признать скорее средней, характерной для широкого круга стран мира. Однако стоит вспомнить, что в предкризисный период Россия с ее 600 млрд долл. резервов выглядела одной из наиболее готовых к кризису экономик. В конце 2007 — начале 2008 года темпы роста в России ускорились, и ее можно было причислить к списку стран, развитие которых, как казалось, уже не зависело напрямую от ситуации в США. Но кризис доверия, случившийся после падения *Lehman Brothers*, отразился на всех странах мира. Поэтому то, что в период острой фазы кризиса (IV квартал 2008 — I квартал 2009 года) в России произошел экономический спад, можно считать нормальным — избежать этого не удалось ни одной стране. Но глубина и длительность падения на фоне других развивающихся экономик поражает. Например, китайская экономика вновь растет темпами около 9%, индийская вернулась к 6-процентному росту, экономики Израиля, Бразилии, Польши и других стран также демонстрируют устойчивый рост. России далеко до успехов этих государств: промышленное производство в стране стабилизировалось в мае 2008 года, но устойчивого роста

после этого не просматривается даже на месячной основе. ВВП упал на 1,2% во II квартале и остался неизменным в III квартале (по отношению к предыдущему кварталу, сезонно скорректированные показатели¹), на годовой основе падение в III квартале составляет 9,4%.

Почему другие экономики оказались более устойчивыми к кризису и смогли быстро оправиться от шока, вызванного параличом глобальных финансовых рынков осенью 2008 года? Какие уроки должна извлечь Россия из кризиса 2008—2009 года, чтобы лучше подготовиться к следующим возможным кризисам? Обсуждению этих вопросов и посвящена данная статья.

Статья организована следующим образом. В первой части описываются ход кризиса в России и каналы влияния мирового кризиса на российскую экономику. Во второй части приведено сравнение экономической ситуации и реакции на кризис российской экономики и экономик других переходных и развивающихся стран, проводивших политику инфляционного таргетирования. В третьей части обсуждается вопрос о том, какие реформы макроэкономической политики необходимы для того, чтобы укрепить российскую экономику и обеспечить более стабильное и сбалансированное развитие в послекризисный период.

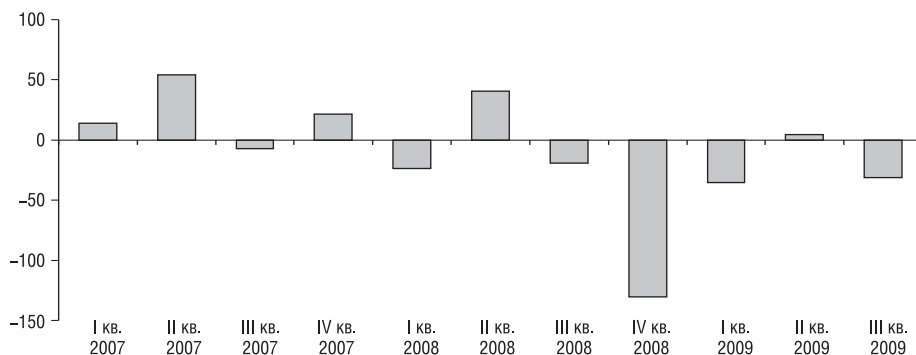
1. Каналы распространения глобального кризиса на российскую экономику

После начала острой фазы кризиса прошло уже больше года, и на данный момент сложилось устойчивое понимание того, как и почему кризис, начавшийся в США, охватил все страны мира, включая быстрорастущие развивающиеся гиганты из группы БРИК. Можно выделить три канала распространения кризиса на развивающиеся рынки: (1) отток капиталов с развивающихся рынков из-за массового бегства от рисков, (2) паралич мировой торговли из-за остановки торгового финансирования и резкого падения спроса в развитых странах, (3) падение цен на сырьевые товары². Россия испытала на себе действие всех трех каналов. Первая внезапная остановка притока капитала в Россию произошла еще в самом начале финансового кризиса в США осенью 2007 года (рис. 1). Затем приток капитала восстановился, но в I квартале 2008 года вновь случился отток. Каждая остановка притока капитала приводила к кризисам ликвидности на банковском рынке, однако существенного влияния на экономику в целом они не имели. В известном смысле остановки притока капитала в 2007 — начале 2008 года позволили лучше подготовиться к кризису осени 2008 года Банку России, который к этому времени создал несколько дополнительных инструментов предоставления ликвидности банкам и соответственно накопил опыт в этой области.

Массовый отток капитала из России осенью 2008 года привел уже не просто к кризису ликвидности, но и к неплатежеспособности ряда банков. В нескольких случаях (Банк ГЛОБЭКС, «Северная Корона» и др.) наблюдалась классическая банковская паника, но она была быстро локализована. Введение страхования операций на межбанковском рынке и выдача беззалоговых кредитов окончательно стабилизировали ситуацию в банковском секторе. Однако остановка притока капитала затронула уже

¹ *Источник:* расчеты Центра макроэкономических исследований (далее ЦМИ) Сбербанка.

² *Roubini N., Said A. This Time it's Different: Transmission of the Global Financial Crisis to Emerging Market Economies and The Domestic and International Policy Response: The Financial Development Report / World Economic Forum USA. 2009.*



Источник: Банк России.

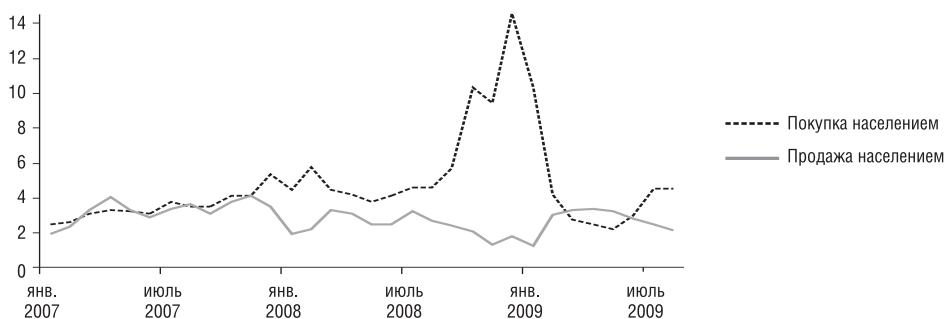
Рис. 1. Приток капитала в Россию (млрд долл.)

не только банки, но и крупнейшие компании, многие из которых накопили значительные долги в результате внешних заимствований. Первой реакцией Правительства РФ было предоставление компаниям возможностей рефинансировать зарубежные кредиты за счет средств Фонда национального благосостояния. Таким образом было распределено около 11 млрд долл. из 50 млрд, выделенных на эту программу, после чего она была закрыта и крупнейшие российские заемщики приступили к переговорам с кредиторами о реструктуризации долга, в которых государство иногда выступало посредником.

Изменение внешних условий, падение фондового рынка и цен на недвижимость в конечном счете привели к резкому замедлению темпов кредитования и ухудшению условий получения кредитов. Однако, похоже, этот фактор не играл решающей роли в трансмиссии глобального кризиса на российскую экономику. Ведь массовое падение производства началось не в конце лета, когда кредитный фактор уже вступил в силу, а в октябре-ноябре 2008 года, когда обрушился мировой спрос на сырье и произошел обвал сырьевых цен. Тот факт, что сырьевые отрасли пострадали от кризиса первыми, еще раз доказывает, что решающим оказался именно сырьевой фактор.

С остановкой притока капитала и падением спроса и/или цен на свой экспорт осенью 2008 года фактически столкнулись все страны мира. Размер экономического спада при этом зависел от специфики экспорта: в странах, производящих проциклическую продукцию (потребительские товары длительного пользования или инвестиционные товары), спад оказался глубже. Во многих нефтедобывающих странах, к примеру в Казахстане, спад был меньше, несмотря на банковский кризис. Особенностью кризиса в России было то, что экономические агенты страны, в первую очередь население крупных городов, отреагировали на кризис массовой паникой на валютном рынке. В целом за период с сентября 2008 по февраль 2009 года население приобрело около 50 млрд долл., то есть четверть из истраченных Банком России в ходе проведения постепенной девальвации резервов (рис. 2).

Решение о постепенном и контролируемом проведении девальвации было связано именно с паникой населения, а также с тяжелым состоянием банковской системы. Постепенная девальвация имела большие плюсы: она позволила населению сохранить свои сбережения, а банкам заработать прибыль на операциях по арбитражу между процентной ставкой по беззалоговым кредитам и темпами девальвации. Затем эта прибыль позволила стабилизировать ситуацию в банковском секторе, дала банком возможность укрепить балансы



Источник: Банк России.

Рис. 2. Оборот валюты в обменных пунктах России (млрд долл.)

перед лицом надвигающегося кризиса «плохих» долгов. Однако постепенная девальвация на несколько месяцев сделала спекуляцию на валютном рынке самым прибыльным бизнесом в России. Для стабилизации девальвационных настроений Банк России впоследствии был вынужден поднять процентные ставки, что также не способствовало улучшению ситуации в экономике. В итоге помимо 200 млрд долл. золотовалютных резервов эта политика стоила России, по-видимому, и нескольких процентных пунктов роста ВВП в конце 2008 — начале 2009 года.

В результате по типу реакции на кризис Россия оказалась скорее ближе к странам, охваченным банковской паникой (Венгрия, Исландия и др.), чем к развивающимся и переходным экономикам, которые смогли быстро мобилизовать ресурсы для возвращения к положительным темпам роста (Китай, Израиль, Польша, Бразилия и т. д.).

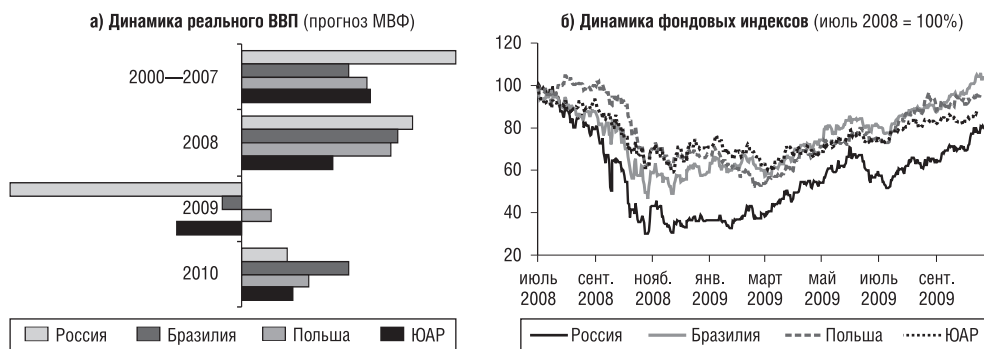
Причина заключается в том, что Банк России и Правительство РФ были лишены возможности проведения контрциклической антикризисной политики — снижения процентных ставок и роста государственных расходов. За этими факторами, в свою очередь, стоит сохранявшееся на протяжении всех 2000-х годов недоверие экономических агентов к национальной валюте.

2. Можно ли было избежать паники: сравнение со странами, использовавшими инфляционное таргетирование

Валютную панику в России можно было бы объяснить большим масштабом девальвации рубля в период кризиса. Однако сравнение данных по динамике российского рубля и других валют по отношению к доллару говорит о том, что падение рубля не было столь уж выдающимся. За период с июля 2008 по февраль 2009 года российский рубль снизился в своей стоимости на 35% по отношению к доллару и на 17% к евро. Подобные колебания курса (обесценивание национальной валюты к доллару более чем на 25%) в тот же период наблюдались в одиннадцати из двадцати стран, по которым ЦМИ Сбербанка регулярно собирает информацию о валютных курсах. Причем в список стран с подобным масштабом девальвации входили и валюты развитых стран — английский фунт (–28% к доллару) и шведская крона (–31% к доллару). Динамика валютных курсов во многих развивающихся и переходных странах также была похожа на Россию. В этом разделе мы сравним ситуацию до и во время кризиса в России и Бразилии, ЮАР и Польше — странах, придерживавшихся в предкризисный период политики инфляционного таргетирования.

Сравнение показывает следующее:

- кризис отбросил Россию почти на те же позиции, где находятся эти страны: в предкризисный период темпы роста в России были существенно выше, однако спад 2009 года, по прогнозу, оказывается несравненно глубже, а темпы роста в 2010 году уже меньше (рис. 3а);
- и Бразилия, и Польша, и ЮАР пережили кризис с гораздо меньшими потерями, чем Россия, несмотря на во многом сходное влияние внешних факторов. Это подтверждает и динамика ВВП, и динамика фондовых рынков (рис. 3б).



Источники: МВФ, агентство Bloomberg, расчеты ЦМИ Сбербанка.

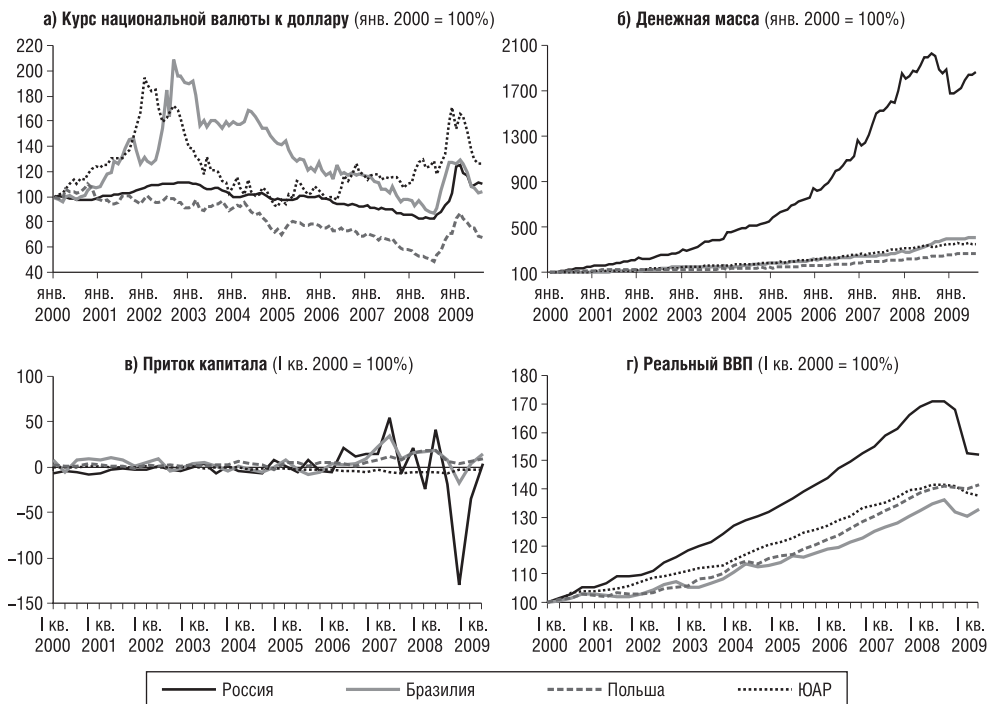
Рис. 3. Динамика реального ВВП и фондовых индексов

Далее в этом разделе статьи сравнивается долгосрочное экономическое развитие стран, экономическая ситуация в преддверии кризиса и непосредственная реакция на кризис.

Развитие в 2000—2008 годах

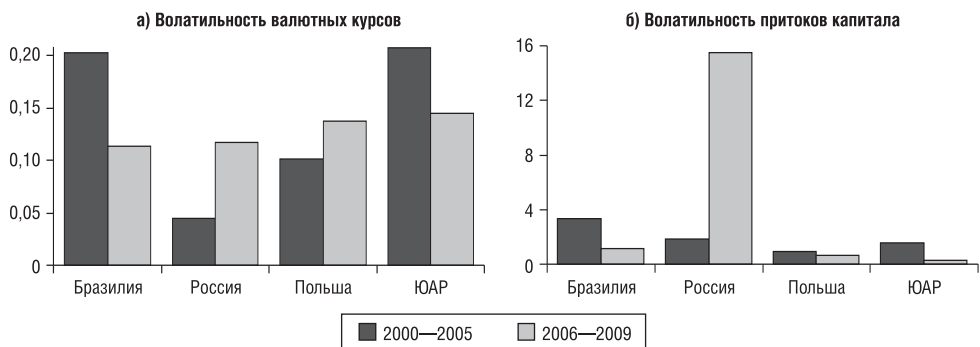
Изучение длинных временных трендов показывает некоторые особенности развития Бразилии, Польши и ЮАР в сравнении с Россией (рис. 4). В начале 2000-х годов российский валютный курс отличался существенно меньшей волатильностью, чем курсы валют трех других стран. Однако в 2006—2009 годах произошло сближение этих показателей: в Бразилии и ЮАР волатильность резко упала, а в России существенно возросла, поскольку Центральный банк страны не мог противостоять двойному напору со стороны высоких цен на нефть и массивного притока капитала. Обратной стороной резкого возрастания волатильности рубля стала волатильность притоков капитала (рис. 5).

Инфляция во всех трех странах была ниже российской на протяжении почти всего рассматриваемого периода (рис. 6). При этом глобальный рост инфляции в конце 2007 — начале 2008 годов привел к значительному всплеску инфляции в ЮАР и России. В Польше и Бразилии всплеск инфляции был далеко не столь значительным, однако Бразилия добилась этого за счет высоких процентных ставок. В целом можно констатировать, что проводимая в эти годы в названных странах политика позволила в значительной степени стабилизировать инфляцию и соответственно повысить доверие населения к национальной валюте. Политика также не способствовала высокой волатильности притоков капитала, а волатильность валютных курсов, повысившаяся при введении инфляционного таргетирования, со временем снизилась.



Источники: агентство Bloomberg, расчеты ЦМИ Сбербанка.

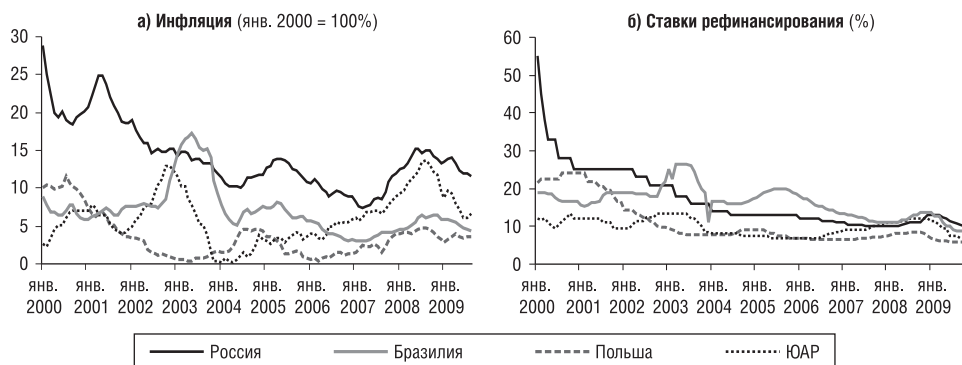
Рис. 4. Длинные временные тренды развития экономик



Источники: агентство Bloomberg, расчеты ЦМИ Сбербанка.

Рис. 5. Волатильность переменных за период (рассчитанная как модуль коэффициента вариации месячных/квартальных данных)

Говоря об успехах всех перечисленных стран в сфере макроэкономической политики, нельзя обойти вниманием и вопрос о ее недостатках. Недостатки были, и весьма существенные, что выразилось в значительно более низких темпах роста всех этих экономик, по сравнению с российской. Даже после 10-процентного падения в первом полугодии 2009 года российский ВВП по отношению к 2000 году все еще находится на более высокой точке, чем ВВП других стран. Однако есть угроза, что если экономический рост в России и дальше будет стагнировать, а в остальных странах продолжится, то кривые роста в дальнейшем сойдутся. Недавнее исследование МВФ говорит о том,



Источники: агентство Bloomberg, расчеты ЦМИ Сбербанка.

Рис. 6. Инфляция и ставки рефинансирования

что такое развитие событий не просто возможно, а является наиболее вероятным сценарием: большинство стран, переживших глубокий экономический кризис, совпавший с финансовым кризисом, не возвращается на предыдущий тренд развития в среднесрочной перспективе³.

Макроэкономическая теория не дает убедительных обоснований наличия связи между экономическим ростом и валютным режимом в долгосрочной перспективе. Считается, что более стабильные валютные курсы благоприятствуют развитию торговли, однако в странах с волатильными валютными курсами компании обходят это ограничение за счет инструментов хеджирования валютных рисков. Многочисленная эмпирическая литература также не содержит окончательного вывода относительно наличия какой-либо устойчивой связи между валютным режимом и экономическим ростом. Таким образом, можно заключить, что подобной связи, скорее всего, не существует, а если и существует, то она опосредована другими факторами. В работе П. Агиона и др.⁴ показано, что существует связь между влиянием валютного режима на экономический рост и уровнем развития финансового сектора. Страны с хорошо развитым финансовым сектором быстрее растут при плавающем курсе, а страны со слабо развитым финансовым сектором — при фиксированном. Это объясняется тем, что волатильность курсов, и соответственно некая неопределенность на валютных рынках, ведет к росту стоимости кредитования, что, в свою очередь, ограничивает возможности для инноваций и роста.

Более подробное изучение ситуации во всех перечисленных странах говорит о том, что денежно-кредитная политика если и играла какую-то роль в определении траектории их роста, то довольно незначительную. Исключение составляет лишь Россия, экспансионистская политика которой в предкризисный период (нежелание стерилизовать притоки капитала или останавливать их за счет более свободного валютного курса) привела к перегреву экономики в конце 2007 — начале 2008 года. В остальных странах ключевую роль в определении темпов экономического роста играли институциональные факторы.

В ЮАР низкие темпы роста и высокая безработица объясняются целым рядом проблем на рынке труда и недостатком инвестиций в инфраструктуру. Сильные профсоюзы лоббируют сохранение высоких зарплат для низко-

³ World Economic Outlook. Ch. 4 / IMF. 2009. October.

⁴ Aghion P., Bacchetta P., Ranciere R., Rogoff K. Exchange rate volatility and productivity growth: the role of financial development // NBER Working Paper No 12117. 2006.

квалифицированных рабочих. В результате многие безработные, особенно молодежь, имеют низкие шансы устроиться на работу. Приток рабочей силы из соседних государств лишь обостряет проблему. А политика выравнивания доступа к верхним позициям в корпорациях для коренного населения тормозит развитие существующих и создание новых предприятий, никак не способствуя при этом созданию рабочих мест для коренного населения с низкой квалификацией, среди которого и наблюдается максимально высокая безработица. ЮАР, которая по уровню развития человеческого капитала (индекс ООН) находится на 50 месте из 55, а по качеству математического и научного образования — на 133 месте из 133, то есть на последнем (индекс GCI⁵), нуждается в дополнительных рабочих местах именно для низкоквалифицированных рабочих. Кроме того, в стране необходимо развивать систему образования. Наконец, в последнее время там стала обостряться инфраструктурная проблема, что также тормозит экономический рост⁶.

Бразилия из-за высокого внешнего государственного долга сталкивалась на международных рынках с высокими процентными ставками, что тормозило развитие в том числе и частного бизнеса. Эта проблема начала терять свою остроту лишь в последнее время (с 25% ВВП в 2003 году объем внешнего государственного долга снизился до 5% в 2008 году), и репутация Бразилии среди иностранных инвесторов существенно укрепилась. Кроме того, для ускорения экономического роста Бразилии необходима налоговая реформа. В стране существует огромное количество налогов, по уровню налоговой ставки она находится на 117 месте из 133 стран, а по негативному эффекту налогообложения на ведение бизнеса — на последнем 133 месте⁷. Для того чтобы оплатить налоги, в Бразилии требуется 2600 часов в год — максимальное количество из 55 стран, по которым составляется индекс финансового развития ВЭФ. Наконец, большинство компаний в Бразилии выделяют налогообложение в качестве самого существенного препятствия для ведения бизнеса. Еще одна реформа, необходимая для повышения темпов роста, — реформа системы социальной поддержки.

В Польше наибольшим препятствием для развития на данном этапе, пожалуй, можно считать плохое состояние инфраструктуры. По качеству инфраструктуры в целом Польша занимает 121 место из 133 стран, по качеству дорог — 127-е, портов — 121-е. Ранее на темпах роста негативно сказывался высокий уровень безработицы — около 20% в начале 2000-х годов. В последнее время безработица постепенно сокращалась, к концу 2008 года ее уровень опустился до 9%.

Очевидно, что сдерживающее влияние этих факторов на экономический рост в перечисленных странах может объяснить отставание этих стран от России в предкризисный период. Конечно, в России также необходимы экономические и институциональные реформы, но на фоне высоких цен на нефть и, как следствие, высокого оптимизма инвесторов экономика страны смогла быстро развиваться и без них, однако этот рост, как показал кризис, оказался неустойчивым.

Подводя итог, можно сказать, что долгосрочная макроэкономическая политика в рассматриваемых странах (Бразилия, Польша, ЮАР) хотя и содержала недостатки и не обеспечивала тех темпов роста, которые наблюдались в России в предкризисный период, имела два больших преимущества:

⁵ Global Competitiveness Report 2009—2010 / World Economic Forum. Geneva, 2009.

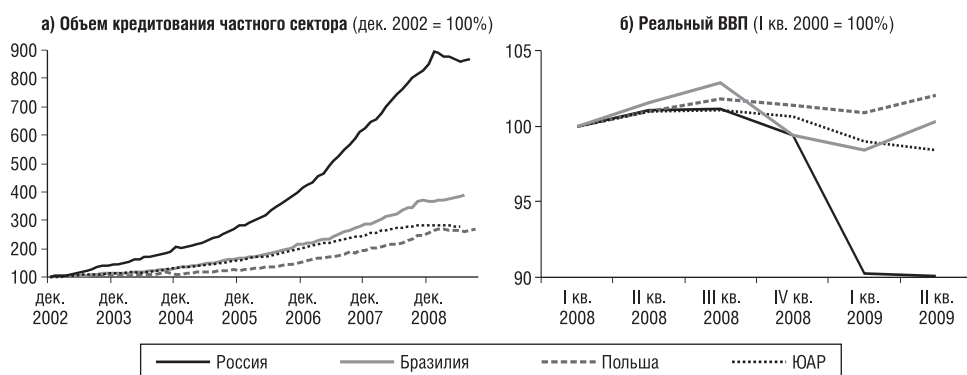
⁶ Hausman R., Rodrik D., Sabel C. Reconfiguring industrial policy: a framework with an application to South Africa // CID Working Paper No 168. 2008.

⁷ Global Competitiveness Report 2009—2010 / World Economic Forum.

- она препятствовала возникновению экономического перегрева и пузырей на рынке акций и жилья — именно эти факторы лежат в основе глубокого падения во многих странах, в том числе в России;
- она обеспечила повышение доверия к национальной валюте, что способствовало экономической стабилизации в период резкого колебания валютных курсов в острой фазе кризиса.

Преддверие кризиса и реакция на него

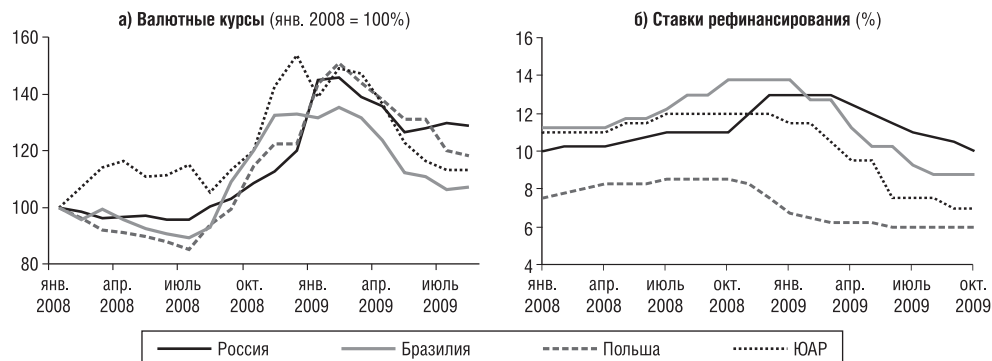
В преддверии кризиса в рассматриваемых странах не наблюдалось пузыря на рынке недвижимости или сверхбыстрого роста кредитования (рис. 7а). В результате влияние непосредственно финансового кризиса на эти страны, а также падение ВВП оказалось меньше, а восстановление началось быстрее (рис. 7б).



Источники: статистические агентства стран, расчеты ЦМИ Сбербанка.

Рис. 7. Объемы кредитования частного сектора и динамика реального ВВП

Как видно на рис. 8, колебания валютных курсов во всех четырех рассматриваемых странах в период кризиса имели схожий характер. Однако ни в одной из них не наблюдалось паники среди населения, что дало возможность центральным банкам этих стран, в отличие от Банка России, проводить мягкую денежную политику, снижая ставки рефинансирования. В результате воз-



Источники: агентство Bloomberg, расчеты ЦМИ Сбербанка.

Рис. 8. Валютные курсы и ставки рефинансирования

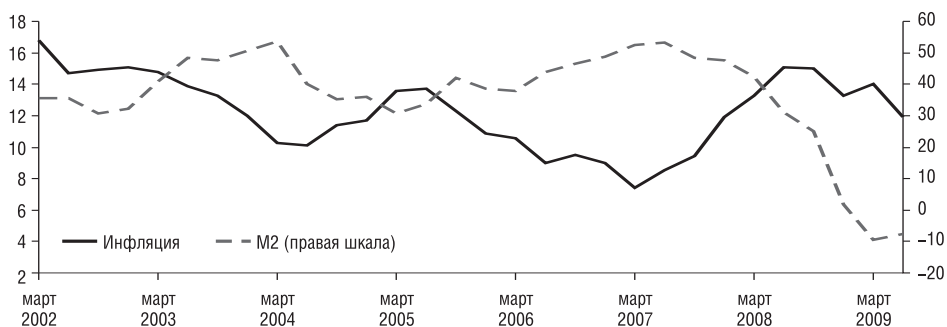
действие кризиса в этих странах оказалось значительно меньшим, а в Польше и Бразилии восстановление началось уже во II квартале 2009 года.

3. Послекризисная политика: смена парадигмы

Внимательное изучение российской макроэкономической политики показывает наличие определенного парадокса, который заключается в перевернутости ролей основных агентов политики по сравнению с международной практикой. И экономическая теория, и практика экономической политики в большинстве стран мира в последние годы все чаще доказывают, что центральные банки должны концентрировать свое внимание на макроэкономической стабилизации, то есть на контроле за инфляцией, а возможно, и за другими ценовыми параметрами (недопущение пузырей на фондовых рынках, рынках жилья и т. д.). Бюджетная политика при этом может выполнять различные функции, но очевидно, что за счет политики развития инфраструктуры бюджет выполняет задачу по обеспечению условий для экономического роста в средней и долгосрочной перспективе. В России же ситуация прямо противоположная. Министерство финансов является здесь главным агентом по сохранению макроэкономической стабильности и контролю над инфляцией. Центральный банк при этом большую часть времени стремится проводить политику по стимулированию экономического роста или как минимум по поддержанию на плаву российской промышленности. Эта традиция началась еще в 1992 году, когда в ответ на стабилизационную политику Правительства РФ Центральный банк стал предоставлять предприятиям централизованные кредиты. В последние восемь-десять лет основной мерой по стимулированию экономического роста и поддержанию промышленности со стороны Банка России является удержание курса рубля на более низком уровне, чем тот, что наблюдался бы при плавающим курсом.

Популярность этой меры базируется на мнении о том, что именно низкий обменный курс рубля способствовал быстрому восстановлению российской экономики в 1999 году. При этом не учитывается тот факт, что девальвация 1999 года привела не просто к удешевлению российских товаров по сравнению с импортными, но и к снижению долговой нагрузки на российские компании. Из-за инфляции, сопровождавшей девальвацию, стоимость накопившихся неплатежей, других долгов и доля зарплат в стоимости продукции резко снизилась, что и стало одним из каналов столь сильного влияния девальвации на экономический рост. С высокой степенью уверенности можно предположить, что девальвация меньшего масштаба, и к тому же проведенная в других условиях, не будет иметь сопоставимого с 1998—1999 годами влияния на рост экономики. Поэтому эффективность политики ЦБ по поддержанию несколько заниженного обменного курса в период 2000—2008 годов вряд ли можно сравнить с последствиями девальвации в 1998—1999 годах. При этом очевидно, что в условиях высоких цен на нефть и большого притока капитала именно эта политика, не подкрепленная адекватными мерами по стерилизации влияния притока капитала на денежную массу, и способствовала сохранению в России сравнительно высокой инфляции (рис. 9).

В свою очередь, высокая инфляция, как и следовало ожидать, способствовала сохранению высоких инфляционных ожиданий и недоверия к валюте. Происходивший в середине 2000-х годов перевод сбережений из валюты в рубли являлся не более чем изменением состава портфеля сбережений. Сохранялся высокий уровень, как говорят экономисты, «долла-



Источник: Банк России.

Рис. 9. Связь роста денежной массы (в годовом исчислении) и инфляции (в годовом исчислении) в России при лаге в несколько кварталов

ризации», то есть распространенности практики построения портфеля сбережений из нескольких валют. Население сохраняло бдительность и было готово в любой момент изменить валютную композицию своих сбережений. Живучесть долларизации связана с ее институционализацией: за время высокой инфляции в России возникли многочисленные институты, снижающие издержки по переводу сбережений из одной валюты в другую (валютные счета в банках, многочисленные обменные пункты и т. д.). В результате Центральный банк был лишен возможности снижать процентные ставки в самый острый период кризиса — в ноябре 2008 — марте 2009 года, а федеральный бюджет, в свою очередь, в тот же период не имел возможности наращивать расходы, поскольку это подрывало доверие к стабильности валюты. Таким образом, российская экономика серьезно пострадала от нынешнего кризиса именно потому, что за последние годы в стране так и не удалось снизить инфляцию до того уровня, когда население потеряло бы интерес к постоянному мониторингу курса валюты, а институты, поддерживающие долларизацию, перестали бы быть коммерчески выгодными. Из многих уроков кризиса этот — самый важный. Он показал, что России сейчас необходимо перейти к политике, повышающей уровень доверия к национальной валюте. Единственный возможный способ добиться этого — устойчивое уменьшение инфляции до низкого уровня.

Как было сказано выше, у Банка России отсутствуют действенные инструменты по поддержанию экономики, особенно в долгосрочной перспективе. Но у него имеется целый ряд инструментов именно для контроля над инфляцией. Поэтому следует начать отходить от перевернутой системы разделения обязанностей между Банком России и Министерством финансов. Безусловно, Минфин обязан думать о макроэкономической стабильности, но он должен активизировать и политику развития. А вот Банку России в первую очередь необходимо заботиться именно об инфляции — и лишь потом о сглаживании колебаний валютного курса.

Требуется ли в связи с этим переходить к формальному режиму инфляционного таргетирования? Последние научные исследования показывают, что для стран с сильной зависимостью от сырьевых цен оптимальным правилом денежной политики является таргетирование инфляции, сочетаемое с коррекцией сильных колебаний валютного курса⁸. Иными словами, основное

⁸ Aizenman J., Hutchison M., Noy I. Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets // NBER Working Paper No 14561. 2008.

внимание уделяется именно достижению целей по поддержанию установленного уровня инфляции, а задача по стабилизации курса сохраняется, но является вторичной. На практике производящие сырьевые товары страны, перешедшие к инфляционному таргетированию (Чили, Бразилия и др.), поступают именно таким образом. Основным инструментом политики для них является процентная ставка, которая реагирует и на отклонения прогнозируемой инфляции от целевой, и на изменения курса. Валютные интервенции при этом могут использоваться, но как вспомогательный инструмент.

Чтобы в очередной раз не утратить контроль над инфляцией в эпоху значительных международных потоков капитала, Банку России, видимо, стоит задуматься о переходе к процентной ставке как к основному инструменту денежной политики. Широкий валютный коридор, позволяющий сгладить чрезмерные колебания курса, в этих условиях вполне может быть сохранен. Главное: денежная политика должна стать гораздо более понятной и прозрачной. Одной лишь публикации «Основных направлений» здесь недостаточно. Следует ввести такой инструмент, как регулярные заседания Комитета по денежной политике, и публиковать по их результатам решения Комитета и комментарии к ним. Необходимо постоянно разъяснять населению и бизнесу цели денежно-кредитной политики, меры, принимаемые для их достижения, оценивать действенность принимаемых решений, а также выявлять причины несоответствия результатов заявленным целям. Во всем мире председатели центральных банков — одни из наиболее публичных людей в своих странах. В России это не так, и эту ситуацию также надо менять.