

ЕЩЕ РАЗ ПРО ИНФЛЯЦИЮ (И БАНК РОССИИ)

Трофимов Г. Ю.

1. Проблема снята?

Страсти понемногу улеглись после скандального заседания правительства в начале марта, посвященного инфляционному всплеску первых двух месяцев года. Потребительские цены выросли в марте на 0.8% (в марте прошлого года инфляция была 1.3%). Итоговый рост цен за первый квартал составил 5%, что на целых 0.3 процентных пункта ниже аналогичного прошлогоднего показателя. Эта разница радикально изменила общий настрой экономического руководства. На прошлой неделе председатель Банка России С. Игнатьев заявил: "Мы решили взять паузу и воздержаться в ближайшие месяцы от повышения номинального эффективного курса рубля к корзине валют". Неприятный вопрос об инфляции к концу года и профнепригодности экономического руководства страны остался в прошлом. Теперь на повестке повседневные заботы монетарных властей. Например, по словам Игнатьева, у них вызывает "определенную тревогу" слабый рост промышленного производства в последнее время. "Возможно, уже начало сказываться укрепление рубля", - сказал он.

Других макроэкономических руководителей также воодушевили данные об инфляции в марте. По мнению вице-премьера А. Жукова, «после первых двух месяцев 2006г., которые вызывали опасение, что инфляция будет выше прошлогодней, сейчас уже можно сказать, что она складывается ниже, чем в прошлом году». Глава МЭРТ Г. Греф смотрит на проблему инфляции с философских позиций. «Не надо фетишизировать цель подавления инфляции. Инфляция от нуля до 9% в год вполне отвечает состоянию российской экономики с ее структурными перекосами и ценовыми диспропорциями ... Во многом несовершенная конкуренция в РФ является причиной того инфляционного фона, который есть сегодня», – считает Греф. Глава Минфина А. Кудрин заявил, что до сих пор инфляцию не удавалось снизить до целевого уровня лишь из-за того, что правительство ставило на первое место решение других задач. При этом он уверен, что задача снижения инфляции к 2008г. до 4-5% выполнима. Иными словами, если отбросить комплекс тревоги Игнатьева, то через каких-нибудь пару лет все образуетя.

Оптимизм чиновников, скорее всего, питает их уверенность, что в этом году цена нефти не вырастет как в прошлом, тарифы монополий не поднимутся¹, сельское хозяйство не столкнется с трудностями из-за холодной зимы, торговая политика не ограничит предложение продовольственных товаров и т. д. Однако даже при таких благоприятных сценариях угроза усиления инфляции все-таки сохраняется. И дело здесь не в том, что российский рынок несовершенен. Изъяны рынка, а тем более, структурные перекосы имеются во всех экономиках, включая и те, где рост цен устойчиво держится в пределах 3-4% годовых. Просто в России остается неизменным главный фактор инфляции – неэффективная монетарная политика. Она хронически не может обеспечить именно тот объем денежной массы, который требуется российской экономике со всеми ее изъянами, несовершенствами и перекосами.

2. Перманентная слабость монетарной политики

Весь прошлый год Банк России фактически игнорировал инфляционную угрозу и в результате увеличил денежный агрегат М2 на 38.6%. Рост валютных резервов составил 51.7%. Их накопление продолжилось в текущем году: к началу апреля объем чистых валютных активов ЦБР достиг 205.9 млрд. долл. Рост резервов за первый квартал составил 13% или 63% в годовом выражении. Внешним фактором такого увеличения явилось резко возросшее сальдо торговых операций.² Внутренним фактором остается политика Банка России: денежная экспансия в форме накопления резервов как шла, так и идет по нарастающей.

Однако динамика других монетарных показателей в начале 2006 года выглядит несколько противоречиво. В январе произошло традиционное для этого месяца сжатие денежной базы. Проявился сезонный эффект, обусловленный, во-первых, резким ростом денежного спроса в декабре, включая снижение остатков средств на счетах государства в ЦБР. Во-вторых, из-за избытка ликвидности в январе-феврале банки сняли 200 млрд. руб. с корреспондентских счетов в Банке России. Также из-за значительного превышения доходов бюджета над расходами за тот же период резко увеличились (на 450 млрд. руб.) средства на счетах правительства в ЦБР.

¹ См. наш комментарий на сайте по поводу монопольных тарифов от 3 марта 2006 г.

² По данным МЭРТ за январь-февраль 2006 г., торговый баланс составил 24.1 млрд. долл. против 16.2 млрд. долл. в аналогичном периоде прошлого года. Годовой прирост сальдо 48.8% примерно отвечает росту цены на нефть за год. Следует ожидать резкого скачка положительного текущего сальдо в первом квартале 2006 г. по сравнению с предыдущим кварталом (27.3 млрд. долл.). Виной всему стало сезонное замедление роста импорта, который увеличился за январь-февраль 2006 г. по сравнению с тем же периодом 2005 г. всего на 24%. Для сравнения поквартальный рост импорта в прошлом году (относительно 1 квартала 2005 г.) составлял 17.2%, 34.5% и 46.6%.

Интересно, что процесс сезонного денежного сжатия был в определенной степени усилен сдерживающими мерами Банка России в первом квартале. Процентная ставка по его 4-недельным депозитам поднялась с 1.9% в конце прошлого года до 2.5% в начале апреля (за весь прошлый год эта ставка выросла лишь на 0.2 процентных пункта с 1.7%). По-видимому, подействовало обсуждение профнепригодности руководства Банка России в начале марта, так как основной скачок процента пришелся на вторую половину месяца. Примечательно также значительное увеличение объема как депозитов, так и Облигаций Банка России (ОБР) у кредитных организаций. Последние выросли с 33 млрд. руб. в начале года до 112 млрд. руб. к началу марта. Отсюда видно, что Банк России действительно пытался ужесточить денежное предложение с помощью различных рыночных инструментов.³

Результатом такой политики стало увеличение номинального курса рубля в первом квартале, так обеспокоившее Игнатьева. Номинальный курс рубля к доллару вырос за квартал на 2.3%, а к евро – на 1%. Реальное укрепление рубля к этим валютам составило 6.3% и 5.5% (при запланированном росте реального эффективного курса на 9% за год). Если верить заявлениям главы Банка России, во втором квартале уже не следует ждать антиинфляционных мер. По-видимому, принятых сдерживающих шагов монетарному руководству показалось вполне достаточным, чтобы посчитать проблему инфляции в текущем году решенной.

Противоречивая монетарная политика объясняется тем, что ЦБР все время занят поиском компромисса в борьбе с укреплением рубля или с инфляцией. В прошлом году приоритетным оказалось первое направление, что стало главной причиной наращивания денежной массы и невыполнения годового задания по инфляции. В текущем году складывается аналогичная ситуация. Хотя вполне возможно, что новые отклонения от графика выполнения инфляционного задания будут вынуждать власти предпринимать спорадические ужесточающие действия.

Поиск компромисса должен происходить, коль скоро Банк России отвечает за стабильность внутреннего и внешнего уровня цен. То есть необходимо одновременно сдерживать инфляцию и колебания обменного курса. Однако подобные компромиссы

³ По мнению зампреда ЦБР А.Улюкаева, показатель инфляции 8,5% за 2006г. может быть достигнут за счет проведения умеренной денежно-кредитной политики, которая началась в конце 2005 года. Также, по его словам, этот показатель планируется достичь за счет "серьезного снижения базовой инфляции", для чего будет увеличиваться ставка по депозитам Банка России. Улюкаев считает, что данные меры позволят перевести часть ликвидности на депозитные счета ЦБ РФ и таким образом решить проблему инфляционного давления.

достижимы на основе эффективного управления ожиданиями рынка. Помимо понятной и последовательной политики необходим ясный процесс коммуникации монетарной власти с экономикой и обществом. И то, и другое является слабым местом в монетарном руководстве. Пассивность и непоследовательность политики особенно ярко проявляется в стиле общения монетарных руководителей России с широкой публикой. Достаточно вспомнить, что ни один из руководителей ЦБР не решился выступить с внятными разъяснениями в связи с инфляционным скачком января-февраля. Оправдательные голоса раздались лишь после скандального заседания правительства по данной теме. Публичные обещания относительно инфляции, конечно, даются, но систематически не выполняются. Поэтому нынешние оптимистические заявления высших должностных лиц об инфляции к концу года могут восприниматься лишь как сигнал к дальнейшему ослаблению политики.

3. Стабфонд и скрытые фискальные дисбалансы

Компенсируется ли умеренно-слабая монетарная политика жесткостью существующего в России фискального режима? Принято считать, что именно профицит федерального бюджета (7.5% ВВП в прошлом году) и накопление Стабилизационного фонда являются основными факторами сдерживания инфляции. Насколько эффективен такой вариант фискального доминирования?

Динамика денежной базы последних 3-4 лет действительно в основном контролируется Минфином, размещающим на счетах ЦБР свои средства. Проблема в том, что у фискальной и монетарной власти, вообще говоря, различные цели и средства. Возможности маневра у первой ограничены текущими потоками доходов и расходов бюджета. Минфин не обладает теми финансовыми инструментами, которые необходимы для тонкой настройки денежного предложения к потребностям экономики.⁴ Если бы, с другой стороны, Стабфондом напрямую распоряжался сам Минфин или какое-нибудь его агентство, то о стерилизации избыточной денежной массы речи вообще не шло. Чистые валютные резервы на балансе Банка России просто уменьшились бы на сумму средств, переводимых Минфином в валютные активы. Вложения в эти активы реализует ЦБР, но с огромными прямыми потерями для

⁴ В этом смысле ситуация зеркально напоминает начало 90-х. Тогда все было наоборот – Центробанк кредитовал Минфин, но именно расходы бюджета определяли де-факто динамику денежных показателей. Как и в те времена, результатом смещения функций и ответственности властей стала общая несбалансированность макроэкономической политики. При этом, подменяя де-факто монетарную власть, Минфин ограничивает себя в выполнении своих непосредственных задач. Например, всякие дополнительные меры по реализации социальных программ или инфраструктурных проектов воспринимаются сквозь призму инфляционной угрозы. Руководство Минфина негативно относится к любым дополнительным расходам на эти цели, даже если они важны для долговременного роста.

бюджета, сопоставимыми с дополнительными расходами государства по нацпроектам.⁵ Следует уточнить, что речь идет о потерях налогоплательщиков, но отнюдь не Банка России, получающего существенный выигрыш от пользования бесплатными кредитными ресурсами государства.

Ключевое отличие используемой фискальной системы управления денежной массой от обычного монетарного механизма стерилизации с помощью операций на открытом рынке заключается в следующем. Фискальная стерилизация происходит напрямую, за счет изъятия из экономики части *текущих* налоговых поступлений. Монетарная стерилизация на рыночной основе позволяет изымать избыточную ликвидность в обмен на обязательства выплат из потока *будущих* налоговых доходов государства.

Если бы для России выполнялись условия Рикардианской эквивалентности, то выбор одной из этих форм изъятия денег из экономики не имел значения. Компании и домохозяйства обеспечивали бы свои планы потребления и инвестирования, занимая недостающие суммы на финансовых рынках. Но поскольку условия, о которых идет речь, не выполнены, то решения участников существенно искажаются при фискальной стерилизации. Изъятие из экономики текущих налоговых доходов не просто снижает потенциальный инвестиционный спрос в экономике. Происходит смещение инвестиций от секторов внутреннего спроса к экспортерам сырья, имеющим преимущество в неограниченном доступе к мировым финансовым ресурсам. Получается, что механизм, созданный для аккумуляции нефтяных денег в централизованном фонде, способствует усилению сырьевой специализации российской экономики.

Накопление Стабфонда происходит одновременно с увеличением скрытого фискального дефицита. Усиливается зависимость бюджетов всех уровней от нефтяных доходов, что демонстрируют показатели дефицита бюджета при неизменных ценах на нефть. По аналогии с индикатором стержневой инфляции, данные показатели отражают фактическую фискальную позицию, не зависящую от конкретного конъюнктурного фактора. Если в 2001 г. федеральный бюджет при цене на нефть 20 долл./бар. сводился бы с профицитом 1.8% ВВП, то в 2003 г. был бы уже дефицит 1%

⁵ В условиях 11%-ной инфляции это означает бесконтрольное перераспределение государственных средств порядка 150-200 млрд. руб. в течение года. Недавнее решение правительства об инвестировании части ресурсов Стабфонда несколько исправляет ситуацию. Однако если его активами и далее будет распоряжаться Банк России, то по сути ничего не изменится. Реальная доходность активов правительства все равно останется отрицательной, как это имеет место с официальными валютными резервами ЦБР.

ВВП, а в 2005 г. – дефицит 2.7% ВВП (при общем профиците 7.5% ВВП в 2005 г.).⁶ Отсюда видно, что дефицит бюджета при фиксированной цене на нефть увеличивается в среднем более чем на 1% ВВП в год.⁷

Таким образом, российская экономика уже давно вошла в режим скрытого дефицитного финансирования и при резком ухудшении внешней конъюнктуры вряд ли сможет из этого режима выйти. Расходы государства все больше финансируются за счет дополнительных (конъюнктурных) источников доходов. Преодолеть эту тенденцию при резком падении цен на нефть или росте мировых процентных ставок будет очень трудно. Дефицит бюджета тогда может стать явным и даже существенно увеличиться, поскольку потребуются поддержка тем госкомпаниям и банкам, которые брали кредиты под ожидания высоких цен на нефть и под крайне низкие проценты.

Так или иначе, правительство уже пытается решать проблему скрытого дефицита. Однако, панически боясь эмиссии новых долговых обязательств, фискальная власть действует лобовыми методами. В последнее время происходит нарастающее увеличение фактической налоговой нагрузки на предприятия за счет ужесточения налогового администрирования по НДС и налогу на прибыль. Эти меры правильные с точки зрения общих принципов налогообложения (выравнивание налоговых условий), но ошибочные в контексте конкретной макроэкономической ситуации. Налоговое ужесточение началось еще в прошлом году, когда образовался дефицит Пенсионного фонда из-за снижения ставки ЕСН с 36% до 26%. Однако в текущем году фискальная нагрузка на экономику усиливается. В федеральный бюджет за январь-февраль 2006г. поступило налогов и сборов на 52% больше чем в январе-феврале 2005г.

4. Циклические факторы инфляции

Усиление фискальной нагрузки накладывается на ужесточение ресурсных ограничений в Российской экономике. Начиная с 1999 г. экономический рост в России происходил в условиях значительных резервных мощностей и избыточной рабочей силы. В последующие годы свободные ресурсы все интенсивнее вовлекались в производство и, соответственно, сокращался разрыв между потенциальным и

⁶ IMF Staff Report for Russian Federation, 2005, p. 13.

⁷ Правительственная комиссия по бюджетным проектировкам недавно одобрила идею формирования бюджета без учета сверхвысоких нефтяных доходов. Об этом на прошлой неделе сообщил премьер-министр М. Фрадков на расширенном заседании коллегии Минфина. По его словам, "эта инициатива позволит высвободить дополнительные ресурсы в экономике". Он подчеркнул, что данная идея не должна привести к тому, что бюджет будет просто пересчитан по условно низкой расчетной цене на нефть. По его словам, необходимо увидеть весь поток денежных средств, который генерируется сырьевым сектором, увидеть, как реализуются эти средства в экономике.

фактическим выпуском. Усиление инфляции может быть напрямую связано с напряженностью использования производственных факторов, то есть избыточной загрузкой производственных мощностей и сверхвысоким уровнем занятости. По оценкам МВФ, уже к 2004 г. начали отчетливо проявляться признаки общей напряженности на рынках факторов производства.⁸ Например, произошедшее два года назад ускорение потребительского спроса дало толчок резкому росту импорта и практически не сказалось на динамике ВВП. В какой-то мере данный факт объясняется переключением спроса на более качественный импорт, однако проявились и трудности с увеличением предложения отечественных товаров.

Кроме того, в последние годы наблюдается значительное ужесточение условий на рынке труда. Реальная заработная плата растет темпами, опережающими рост общей продуктивности примерно в два раза. При этом общий уровень безработицы упал до 7%, а во многих промышленных центрах он уже намного ниже естественной нормы. Например, безработица в Москве составила к середине прошлого года 1.5%, а в С.-Петербурге – 2.75% (по данным МВФ на середину прошлого года). Все это может означать, что российская экономика уже вошла в фазу перегрева. При этом экономический рост выше 5-6% невозможен без усиления инфляции (при прочих равных). Ослабление ценового давления произойдет лишь при более быстром темпе увеличения продуктивности факторов (не менее 7-8% в год), для чего требуются дополнительные инвестиции в новые технологии.

В одном из новых исследований в рамках МВФ оцениваются естественные уровни безработицы и загрузки мощностей для российской промышленности.⁹ Они определяются как пороговые значения, не приводящие к росту инфляции. Если фактическая занятость или загрузка мощностей выходит за такие пороги, то инфляция ускоряется. Оценки естественной загрузки факторов производства в России получены по результатам регулярных опросов руководителей промышленных предприятий и сильно варьируют в зависимости от варианта опроса. Тем не менее, для всех вариантов получается, что уровень использования труда и капитала в российской промышленности уже с 2005 г. выше естественной нормы. В том же исследовании показано, что разрыв между потенциальным и фактическим выпуском был преодолен еще в 2004 г. Дальнейший рост промышленности возможен только при усилении инфляционной тенденции. Такой вывод касается и других секторов, прежде всего строительства и услуг, в которых ситуация аналогичная. Разрыв между фактическим и

⁸ IMF Staff Report for Russian Federation, 2005, p. 9.

⁹ Oomke N., Dynnikova O. (2006), "The Utilization-Adjusted Output Gap: Is the Russian Economy Overheating?", IMF Working paper/06/68.

потенциальным выпуском по данным секторам с прошлого года стал положительным, и их дальнейший экстенсивный рост означает ускорение инфляции. Серьезная проблема в том, что именно эти отрасли ориентированы на внутренний спрос, ставший в последние годы ключевым генератором роста.

Здесь просматривается аналогия с механизмом делового цикла. Однако она носит несколько условный характер, так как динамика производства в России до сих пор не проявляла цикличности. Спады начала и конца 90-х и дальнейший подъем не имели ничего общего с этим механизмом. В частности, в российской экономике еще не возникало инвестиционного перегрева. Именно данный процесс заставляет монетарные власти многих стран больше всего беспокоиться об инфляционных последствиях экономического подъема. В Китае ключевым фактором инфляционной угрозы явился инвестиционный бум, сопровождаемый притоком иностранного капитала в страну. В России подобного перегрева еще не было, хотя рост инвестиций в основной капитал превосходил темпы ВВП. Кредитный бум, происходящий в России с 2003 г. обусловлен не столько инвестициями в быстрорастущих отраслях, сколько развитием финансовой системы. Рост кредитов связан, прежде всего, с монетизацией экономики, расширением потребительского кредитования и заимствования крупных компаний-экспортеров из секторов ТЭК и сырья. Тем не менее, факторы усиления инфляции в российских условиях по сути те же, что и при обычном деловом цикле.

Усиление ресурсных ограничений серьезно усложняет борьбу с инфляцией. Если будут приняты эффективные меры по ограничению денежного предложения, то произойдет повышение процентных ставок. Но очень вероятно, что это будет уже запоздалый шаг. С учетом циклических механизмов монетарная власть должна действовать на упреждение. Иначе ужесточение денежного предложения не предотвращает инфляцию, а лишь усугубляет ситуацию в реальном секторе на понижательной фазе. Это происходило в развитых странах до 80-х годов, пытавшихся применять антициклическую монетарную политику. Нечто похожее может случиться и в России, если ужесточающие меры будут приняты слишком поздно.

Следует иметь в виду, что спад в темпах производства уже наметился. В январе-феврале 2006 рост промышленности составил 2.7% к соответствующему периоду прошлого года против 2.9% год назад. Произошло также снижение инвестиционной активности. Темпы роста инвестиций в основной капитал составили всего 1.6% к январю-февралю прошлого года (хотя в данном случае сыграли роль аномальные холода). Данных по двум месяцам недостаточно для выводов о новой тенденции, но сигнал тревожный. Поэтому если Банк России все-таки решится на жесткие

антиинфляционные меры, то они могут оказаться запоздалыми: не спасая от инфляции, они будут подавлять деловую активность. Монетарной власти надо было предвидеть ситуацию и действовать вовремя. Возможность для эффективного маневра на опережение была упущена в прошлом году и, по всей видимости, упускается в году текущем.

5. Обманчивая кривая доходности

В том, что в начале года текущая инфляция вышла из-под контроля властей, в принципе нет ничего катастрофического. Для обеспечения контроля над уровнем цен важнее всего фактор доверия и стабильность долговременных ожиданий. Если оптимизм монетарных руководителей оправдается, и к концу года удастся выполнить инфляционное задание 8.5%, то про ценовой скачок начала года можно будет забыть. В России фактически уже действует механизм инфляционного таргетирования, так как годовые задания по инфляции устанавливаются публично и служат главным критерием для оценки Банка России. Однако эти задания последние пять лет систематически не выполняются (за исключением 2003 г.). Если такая «традиция» когда-нибудь нарушится, то система таргетирования инфляции перестанет работать против репутации монетарной власти. В этой связи ее главной стратегической задачей должны быть не конкретные цифры по инфляции на три-четыре года вперед, а обеспечение доверия к собственным обязательствам.

В нормальных условиях индикатором долговременного доверия является кривая доходности облигаций (в зависимости от срока до погашения или дюрации). Она демонстрирует инфляционные ожидания, которые закладываются в доходности рублевых бумаг в обращении. Несмотря на все проблемы, о которых говорилось выше, и базовую инфляцию на устойчивом уровне около 10% годовых, кривые доходности рублевых инструментов демонстрируют чрезвычайно благоприятную картину. Доходность на рублевые бумаги с дюрацией более 2 лет с сентября прошлого года стабилизировалась в интервале 6-7%. Кривая доходности в этом временном диапазоне близка к плоской, что практически означает отсутствие фактора неопределенности относительно отдаленных периодов времени. С сентября прошлого года спрэды длинных ОФЗ относительно валютных бумаг России (Russia-30) составляют примерно 1 процентный пункт. На начало апреля данный спрэд уже менее процента.

В таком расхождении рыночных индикаторов и реальной макроэкономической ситуации нет ничего удивительного. Просто на сегодняшний день рублевые

инструменты перестали быть ориентиром для оценки долговременных инфляционных ожиданий. Во-первых, кривые доходности отражают не только инфляционные ожидания, но и тенденцию рубля к номинальному укреплению. Во-вторых, глобальная финансовая ситуация сейчас очень специфична. С лета прошлого года на формирующихся рынках царит спекулятивный бум, из-за которого многие финансовые активы оказались переоценены. Недоучитываются многие риски этих стран, из-за чего рано или поздно они столкнутся с оттоком краткосрочного капитала. Спрэды по их бумагам сжаты до минимально возможных значений и не дают адекватной оценки всех суверенных и макроэкономических рисков. Ситуация в России объективно лучше, чем по многим странам с формирующимися рынками. Поэтому ее суверенный спред (чуть более 1 процентного пункта по соотношению Russia-30 и UST-10) вполне адекватен положению дел. Но этого никак нельзя сказать об инфляционном спреде России, имеющем примерно то же значение.

Кривая рублевой доходности неинформативна еще и потому, что разнообразия и объема рублевых инструментов уже много лет не хватает для удовлетворения спроса инвесторов. Это ставит Минфин в монопольное положение, которым он все время пользуется при первичных размещениях облигаций. Например, аукцион в середине марта по бумаге ОФЗ-АД 46018 с периодом до погашения 15.7 лет дал средневзвешенную доходность 6.9%. Однако объем размещения составил всего 38% к объему спроса по номиналу и 63% к объему эмиссии. Месяцем ранее Минфин впервые разместил 30-летние облигации (это максимальный срок их обращения, предусмотренный законодательством). Было продано 98.9% от объявленной эмиссии, однако спрос был удовлетворен лишь на 15.5%. Интерес к такой сверхдлинной бумаге оказался очень высоким: основными покупателями намеревались стать российские пенсионные и инвестиционные фонды. Не удивительно, что в данной ситуации аукционная доходность новой 30-летней облигации оказалась в точности равна 7% годовых.

За последние годы Россия удлинила среднюю дюрацию внутреннего долга до 5.4 лет, и на рынке облигаций доминируют долгосрочные инструменты. Но при этом кривые доходности уже ничего не говорят о долгосрочных ожиданиях инфляции. Они лишь дополняют идилическую макроэкономическую картину с платежным балансом, профицитом бюджета и валютными резервами. Однако нет ничего хорошего в отсутствии объективных индикаторов инфляционных ожиданий и доверия к политике государства.

6. Сравнение двух стран

Банк России стремится обеспечить стерилизацию избытка денежной массы на основе рыночных инструментов. На словах это выражается уже много лет. Объективные трудности к реализации этого намерения вытекали из недостатка этих самых инструментов. С прошлого года депозиты и облигации Банка России используются более интенсивно, хотя явно не в полной мере. В этом ключе представляет интерес опыт Китая, столкнувшегося с проблемой притока валюты гораздо раньше и в больших масштабах, чем Россия. В данном аспекте у двух стран много общего, хотя есть существенные различия. Интересно вкратце сопоставить их в контексте причин накопления валютных резервов и сдерживающей монетарной политики.

Величина официальных резервов в Китае составила на конец марта 2006 г. 854 млрд. долл. За 2005 год они выросли на 209 млрд. долл. или 34% (напомним, что в России резервы выросли почти на 62 млрд. долл. или 52%). Отношение резервов к прошлогоднему ВВП в Китае составляет 45%, а в России 26%. Китай накапливает свои валютные резервы гораздо дольше, чем Россия, отсюда и такой их колоссальный объем, и такое соотношение с ВВП.¹⁰

В Китае, как и в России, текущий платежный баланс сводится со значительным положительным сальдо 6% ВВП в 2005 г. (в России почти 11% ВВП). Здесь различие двух стран проявилось в структуре статей, определяющих динамику валютных резервов. В России они формируются за счет торгового сальдо – отношение текущего счета к приросту резервов в 2005 г. составило 137.1%. Вклад капитального и финансового счета платежного баланса в этот процесс пока отрицательный. В Китае прирост резервов лишь на 33.3% обеспечивался текущим счетом и на 53.7% – финансовым и капитальным счетом. При этом доля прямых инвестиций в платежном балансе снижается, а доля спекулятивного капитала увеличивается.

Потоки горячих денег все больше влекутся в Китай ожиданиями укрепления юаня. В этом основная проблема его денежных властей. Более десяти лет юань был жестко привязан к доллару для стимулирования экспорта. Следует отметить, что из-за тенденции падения доллара последних лет реальный эффективный курс юаня не только не вырос, но существенно обесценился. С момента пикового значения весной

¹⁰ Следствием этого является более высокая степень монетизации китайской экономики по сравнению с российской. К середине 2005 г. отношение к ВВП наличных денег в Китае составило 13.4%, а в России 7.6%. Для денежного агрегата М1 эти соотношения таковы: 63.1% для Китая и 14.5% для России. Цифры по другим китайским денежным агрегатам подозрительно велики, что может быть связано со спецификой банковской статистики (неадекватный учет плохих долгов).

2002 г. до середины прошлого года реальное ослабление юаня по корзине валют составило 18%. В июле 2005 г. Китай отказался от его жесткой фиксации к доллару, произведя номинальную ревальвацию на 2.1% и привязав юань к корзине валют. Однако это лишь стабилизировало номинальный эффективный курс, мало изменив общую жесткость китайской курсовой политики. В России она существенно более гибкая, что само по себе сдерживает рост резервов. Однако в отличие от юаня, за период с 2002 г. по 2005 г. рубль реально укрепился к корзине валют на 16%.

Ключевое отличие Китая заключается в том, что при всех проблемах с притоком валюты и жесткостью курсового режима, инфляция там на протяжении многих лет очень низкая. До 2004 г. в экономике действовали дефляционные факторы, и инфляция была практически нулевой или даже отрицательной. При этом дешевый труд был не так важен, как принято считать: городская безработица в Китае низка (4.2% в 2004 г.), а приток рабочей силы из села относительно невелик. Экономический рост обеспечивается в основном инвестициями в основной капитал и увеличением факторной продуктивности. Но и здесь возникли ограничения: с 2004 г. наступила фаза сильного инвестиционного перегрева, грозящая усилением роста цен и кризисом банковской системы.

Однако всплеск инфляции в Китае в 2004 г. произошел не по этой причине, а из-за скачка цен на продовольствие. Индекс ИПЦ вырос в 3 квартале 2004 г. на 5.2% (то есть примерно так же, как в России в первом квартале текущего и прошлого года). Цены на продукты питания затем снизились, однако китайские власти не замедлили принять достаточно жесткие меры. Более половины прироста валютных резервов в 2004 г. было компенсировано стерилизацией на рыночной основе. Кроме того, были повышены нормы резервирования и ставки денежного рынка. В результате темп роста денежной массы удалось снизить с 19.6% в 2003 г. до 14% во втором квартале 2005 г. В 2005 г. массированные стерилизации продолжились, несмотря на снижение инфляции до уровня 3%. По данным Народного Банка Китая (НБК), за первые 9 месяцев прошлого года операциями на открытом рынке было изъято 996 млрд. юаней.¹¹ Это соответствует 59% прироста валютных резервов за весь год.

Конечно, в Китае больше возможностей, чем в России для использования в этих целях инструментов внутреннего долга. Там нет двойного профицита как в России, и объем долга в обращении увеличивается. Но китайские власти применяют в основном те же инструменты, которые имеются и у Банка России – били и депозиты НБК, а

¹¹ China Monetary Policy Report, Quarter Two, 2005, p. 12; China Monetary Policy Report, Quarter Three, 2005, p. 13.

также сделки РЕПО. Мощные стерилизационные меры предпринимаются несмотря на то, что для сдерживания инфляции в Китае действует достаточно эффективная система административного ценового регулирования. Во всяком случае, государственные цены и тарифы в этой стране способствуют подавлению, а не раскручиванию инфляционной спирали.

В этом отношении сравнение явно не в пользу Банка России. Среднегодовой объем средств, аккумулированных в 2005 г. на его депозитах и в ОБР составил 161 млрд. руб. В долларовом эквиваленте это 5.7 млрд. долл. или всего 9.2% от накопленных за прошлый год валютных резервов. Конечно, основной объем излишних денег выводился из российской экономики с помощью фискальной стерилизации. Однако эта система имеет недостатки, о которых говорилось выше, и не предназначена для управления денежным предложением. В данном случае китайский опыт не дает прямой пример для подражания, однако он весьма показателен. Он демонстрирует, как монетарная власть может и должна реагировать на усиление инфляционной угрозы.

7. Что делать?

Вернемся к проблеме инфляции в России. Вопрос «кто виноват?» в данном случае излишний, так как ответ прост: Банк России. Только он несет ответственность за инфляцию в стране, и все разговоры о ее немонетарной природе – в пользу бедных (точнее «профнепригодных»).

Ответ на сопряженный вопрос «что делать?» зависит от сценария развития событий на глобальном уровне. При сохранения высокой цены на нефть и огромного торгового сальдо России необходимы серьезные коррективы в денежно-кредитной и валютной политике. Пример Китая показывает, что настоящие проблемы с накоплением валюты у нас еще только могут начаться. Приток спекулятивного капитала может увеличиться в разы, и тогда монетарная власть окажется в гораздо более трудном положении, чем сейчас. Seriously осложнится возможность управления денежным предложением, особенно в свете предстоящей вскоре отмены ограничений по капитальным операциям.

Корень проблемы – действующий режим поддержки доллара и провоцируемое им спекулятивное давление. Курсовая политика Банка России – это привлекательная приманка для иностранного капитала, особенно с учетом нарастающих проблем с мировой резервной валютой – долларом. Поэтому при сохранении высокой цены на нефть Банку России нужно, в первую очередь, пойти на ослабление курсового режима. В силу внешних факторов это происходило в первом квартале текущего года. Однако

глава ЦБР Игнатьев дал в апреле «отбой», напугавшись то ли слишком быстрой корректировки курса, то ли какой-то «страшилки» из инвестиционной группы Ренессанс-Капитал.¹²

Вторым необходимым шагом является повышение коротких процентных ставок. Это относится, прежде всего, к действующим инструментам краткосрочного управления ликвидностью, таким как депозиты и облигации Банка России. Против проведения массовой стерилизации денежной массы с повышением краткосрочного процента можно возразить следующее. Во-первых, это будет дорого стоить, так как по изымаемым средствам надо выплачивать проценты. Во-вторых, повышение ставок привлечет новые потоки спекулятивного капитала, и только усугубит проблему. В-третьих, рост процента больно ударит по экономике, которая и так на грани замедления роста.

Рассмотрим эти возражения по порядку. Проведение стерилизации действительно потребует дополнительных издержек. Однако доходы Центробанка от валютных резервов на порядок перекрывают любые мыслимые затраты на эти цели. Оценивая процентные доходы от резервов в этом году в 7-8 млрд. долл. или примерно 200 млрд. руб., видно, что и десятой доли этих средств хватит на выплаты по 6%-ной ставке на сумму привлечения более 330 млрд. руб. Это значительно больше объемов стерилизации, проводимой ЦБР до сих пор. Что касается усиления спекулятивных потоков, то для них важны сдвиги всей кривой доходности, а не рост ставок только по коротким инструментам. Эта кривая, как мы видели, полностью контролируется властями. При увеличении коротких ставок денежного рынка до 6-7% вполне можно обеспечить ее полное «уплощение» на данном уровне. Этот же эффект будет противодействовать отрицательному влиянию увеличения короткого процента на реальный сектор. Если кредитный спрэд не вырастет, то и процент за кредит останется неизменным. Если в результате принятых мер инфляция все-таки уменьшится, то и кредитный спрэд в дальнейшем снизится, поскольку, в отличие от госбумаг, он учитывает ожидаемую инфляцию.

Стратегической задачей является обеспечение стерилизации при снижении текущей фискальной нагрузки на экономику. Проблема в том, каким образом изымать денежную массу под будущие, а не текущие потоки налоговых доходов, если в портфеле Банка России нет (или очень мало) государственных бумаг. Решение следует

¹² Какие-то аналитики из этой компании написали, что курс доллара упадет к маю до 26 руб./долл. Журналисты с радостью подхватили эту весть, а главный банкир страны сделал заявление, приведенное в самом начале статьи. Коммуникации монетарной власти с рынками у нас, конечно, происходят, но в каком-то странном ключе.

искать в использовании более сложных и длинных финансовых схем по сравнению, например, с обычными сделками РЕПО. Можно предложить рынку финансовые контракты под потоки будущих доходов Минфина или инструменты, конвертируемые в облигации будущих выпусков. В любом случае требуется работа над финансовыми инновациями в фискальной и монетарной политике, позволяющими оптимально управлять денежной массой. Вместо этого Центробанк, по-прежнему, фокусируется на росте рублевого курса, а Минфин, как и раньше, просто оставляет дополнительные доходы на своих счетах, а «заодно и стерилизует» денежную массу.