

ОСОБЕННОСТИ МОНЕТАРНОГО ЭКСПЕРИМЕНТА В РОССИИ

Трофимов Г. Ю.

(Институт Финансовых Исследований, г. Москва)

Почти три года тому назад в России был запущен механизм таргетирования инфляции. Этот режим монетарной политики необычен для экономик, зависимых от волатильных цен энергоносителей и неустойчивых потоков капитала. Российский монетарный эксперимент начался в экстраординарных условиях из-за введения секторальных санкций. Тем не менее, Банку России в довольно сжатые сроки удалось выполнить поставленную задачу. В апреле 2017 г. инфляция потребительских цен снизилась до 4.1% к апрелю прошлого года, и вполне вероятно достижение целевого уровня 4% уже в ближайшее время. Подавление инфляции было поддержано позитивным трендом на мировом рынке нефти и низкой продовольственной инфляцией, но было бы невозможно без достаточно жесткой политики Банка России. Вопрос в том, насколько устойчив достигнутый результат и каковы альтернативные издержки нового монетарного режима.

1. Смысл таргетирования инфляции

Инфляционное таргетирование (ИТ) представляет собой механизм номинального якоря, который позволяет нивелировать инфляционные ожидания. Традиционно такую роль играла (а во многих странах продолжает играть) фиксация валютного курса к мировым резервным валютам. Однако традиционный номинальный якорь не очень эффективен при высокой мобильности капитальных потоков. Режим ИТ позволяет использовать плавающий валютный курс, при котором монетарная политика может быть независимой.

В рамках режима таргетирования выбирается целевой уровень инфляции потребительских цен или базовой инфляции. Как правило, это около 2% для развитых и около 4% для развивающихся экономик. Возможно таргетирование в виде небольшого интервала инфляции вокруг целевого значения. ИТ представляет собой механизм тонкой настройки инструментов денежно-кредитной политики, которая может быть осуществлена лишь при достаточно низких исходных значениях инфляции.

Практическая реализация режима ИТ сводится к значительному расширению коридора обменного курса и установлению узкого коридора ставок денежного рынка. Например, процентный коридор Банка России в этом режиме определяется как ключевая ставка плюс-минус один процентный пункт. Выбор ключевой ставки играет ведущую роль в монетарной политике, и процент становится основным инструментом её влияния на поведение предприятий и домохозяйств. Этот выбор направлен на достижение целевого уровня инфляции, тогда как текущие операции центрального банка фокусируются на настройке ставок денежного рынка на заданное значение ключевой ставки.

С точки зрения центральных банков, привлекательным качеством режима ИТ является простота. Задается единственный критерий эффективности монетарной политики, отражающий её конечную цель – контроль над ростом уровня цен. Все остальное кроме низкой инфляции, например, уровень занятости или темпы экономического роста не имеет большого значения. Монетарная власть не несет ответственности за макроэкономических издержки снижения инфляции и не нуждается в сложных поисках компромиссных решений.

2. Макроэкономическая дилемма

О переходе к режиму ИТ Банк России объявил в сентябре 2014 г. По итогам предшествующего года темп роста потребительских цен составил 6.5%. При таком исходном значении инфляции в принципе было не так сложно достичь заявленный целевой уровень 4%. Однако введение санкций и последовавшее падение цен энергоносителей резко ухудшили состояние платежного баланса. Из-за невозможности рефинансировать валютные долговые обязательства за рубежом отток капитала в 2014 г. достиг величины 150 млрд. долл., что привело к обвалу рубля.

Но те же события стали уникальным стечением обстоятельств, потенциально весьма благоприятных для подъема экономики. Это существенная реальная девальвация рубля, смягчение голландской болезни благодаря падению цен на нефть и введение протекционистских мер в ответ на санкции. При таких условиях стало возможно значительное увеличение доли отечественных товаропроизводителей на внутреннем и внешнем рынках.

В теории международной торговли эффект значительной реальной девальвации на структуру рынка характеризуется свойством гистерезиса. При резком падении курса

национальной валюты освобождаются рыночные ниши, которые могут занять отечественные производители, если они осуществляют необходимые инвестиции. Конкурентам намного труднее вернуться на данный рынок вследствие необратимых изменений в его структуре. Свежий пример с турецкими помидорами хорошо иллюстрирует роль данного эффекта: туркам было обещано заново открыть российский рынок, но лишь после того как отечественные производители помидоров, вошедшие на этот рынок, смогут на нем окончательно утвердиться.

Однако экспансия национального производства после 2014 г. могла быть успешной лишь при условии адекватных действий монетарных властей в отношении контроля над инфляцией и процентными ставками. Перед Банком России стояла дилемма (неважно принималась она на самом деле в расчет или нет), которая состояла в следующем. С одной стороны, необходимо было сдерживать инфляцию, чтобы не дать реально укрепиться рублю и тем самым свести на нет преимущества номинальной девальвации. С другой стороны, нельзя было допустить блокирования инвестиционного подъема жесткими мерами подавления инфляции.

Окно возможностей для экспансии производства на основе реальной девальвации существует лишь в среднесрочной перспективе. По прошествии трех лет можно подвести некоторые итоги. На наш взгляд, макроэкономическая дилемма не была решена. Во-первых, не удалось предотвратить реальное укрепление рубля после номинальной девальвации. В 1 квартале 2014 г. курс рубля к доллару составлял в среднем 35.7 руб./долл., а в 1 квартале 2017 г. 58.2 руб./долл., то есть номинальный курс рубля снизился на 38.7%. Накопленная инфляция за тот же период составила 32.6%, что означает снижение реального курса рубля всего лишь на 18.5%. Эффект реальной девальвации, потенциально очень значительный, оказался более чем наполовину элиминирован из-за инфляционного укрепления рубля.

Во-вторых, политика высоких процентных ставок, проводившаяся Банком России последние два года, подавляла инвестиционную активность. На наш взгляд, для жестких монетарных мер не было фундаментальных оснований, по крайней мере после устранения паники на валютном рынке в конце 2014 г. По данным МВФ, начиная с 2014 г. в Российской экономике существует устойчивый отрицательный разрыв выпуска, то есть потенциальный ВВП выше фактического. Иначе и не могло быть в условиях, когда спад производства обусловлен сжатием совокупного спроса. Рецессия высвободила производственные мощности, которые никуда не делись и могут заполняться без инфляционных последствий при ослаблении ограничений спроса. Кроме того, в России до

последнего времени не проявлялась спираль цен-зарплат, играющая главную роль при раскрутке высокой инфляции. Этот механизм бездействовал благодаря рублевой номинации заработной платы, гибкому рынку труда и иммиграционным притокам работников.

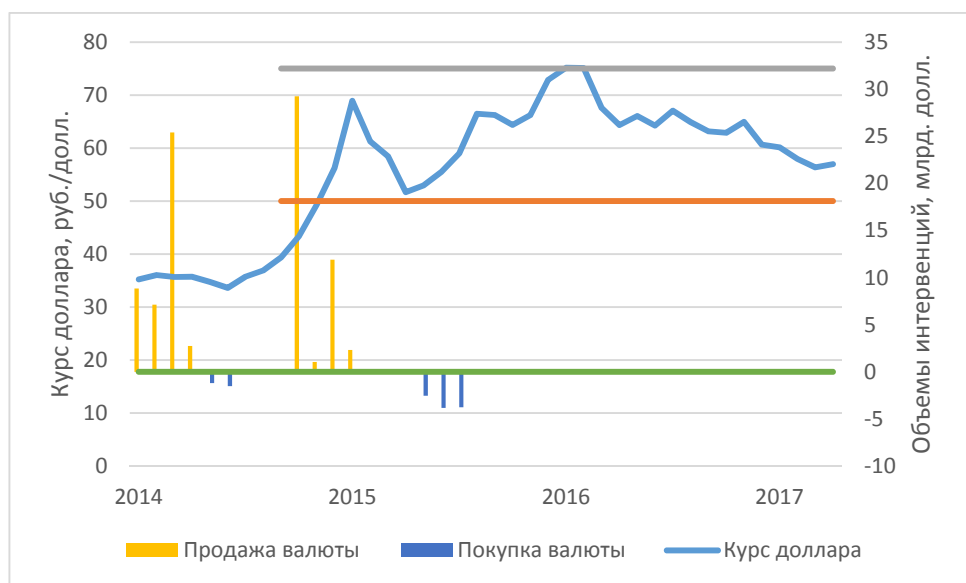
В таких условиях стимулирование потребительской и инвестиционной активности снижением процентных ставок не вызывает инфляционного давления. В России инфляционные ожидания привязаны, в первую очередь, к темпам девальвации рубля, поэтому для предотвращения ускорения инфляции необходимо не допускать неконтролируемого падения валютного курса. С учетом огромных валютных резервов России защита рубля с помощью интервенций не была принципиальной проблемой.

3. Таргетирование инфляции в условиях инфляционной политики

Принципиальные трудности были связаны с особенностями российской финансовой системы и с доминированием фискальных проблем в макроэкономической политике государства. Инфляционные тенденции оказались устойчивыми несмотря на установление режима ИТ и провозглашение борьбы с инфляцией главной задачей монетарной политики.

Во-первых, Банк России отвечает за стабильность банковской системы, которая была и остается высоко уязвимой к макроэкономическим шокам. В стрессовых ситуациях происходит масштабное перераспределение ресурсов экономики в пользу банковской системы за счет инфляционных доходов. Наиболее ярко эти процессы проявились в 2014 г. в условиях падающего курса рубля. Банк России предоставлял коммерческим банкам рублевую ликвидность, чтобы снизить потери от удорожания валютных пассивов, и одновременно продавал валюту на рынке. В одном лишь 4 квартале 2014 г. объем официальных продаж валюты составил 40 млрд. долл. По сути это был трансферт банковской системе через валютный рынок, который усилил падение курса рубля и усугубил потери домохозяйств. Но при этом в кризисном 2014 г. банки получили прибыль 589 млрд. руб. На графике 1 изображен курс доллара и суммарные объемы валютных интервенций на валютном рынке в долларах и евро.

График 1: Курс доллара и валютные интервенции



Источник: Банк России

Финансовая поддержка банковской системы осуществлялась также в форме участия Банка России в докапитализации государственных банков, поддержки системы страхования вкладов и финансировании санации проблемных банков. Например, в последние годы неоднократно происходило увеличение капитализации Сбербанка за счет Банка России, как его главного акционера. В 2014 г. Сбербанк получил субординированный кредит на пополнение капитала в 200 млрд. руб. под 6.5 % годовых со сроком погашения 50 лет.

Во-вторых, режим свободного плавания курса рубля несет инфляционные риски не только из-за возможности девальвации. Дело в том, что это плавание является свободным лишь в рамках широкого коридора с необъявленными границами. Исходя из того, как действовал Банк России последние три года, допустимый диапазон колебаний курса доллара можно приблизительно оценить в пределах 50 – 75 руб./долл. (см. график 1). Монетарная власть должна обеспечивать защиту нижней границы этого коридора для поддержки доходной базы бюджета и экспортеров как основных бюджетных доноров, что является фактором инфляции. В мае-июле 2015 г. Банк России купил валюту на рынке в объеме более 10 млрд. долл., чтобы ослабить рубль в ситуации, когда его курс достиг 50 руб./долл. Возникший избыток рублевой ликвидности был использован банками для выплат по кредитам Банка России, выданным на их поддержку в 2014 г.

Данный эпизод не является чем-то исключительным, поскольку проблема защиты нижней границы валютного коридора при «свободном» плавании имеет долговременный характер. Вполне вероятно, что с улучшением платежного баланса давление на нижнюю границу неявного коридора будет все более усиливаться. Соответственно, значение инфляционных факторов, связанных с данным обстоятельством, будет возрастать.

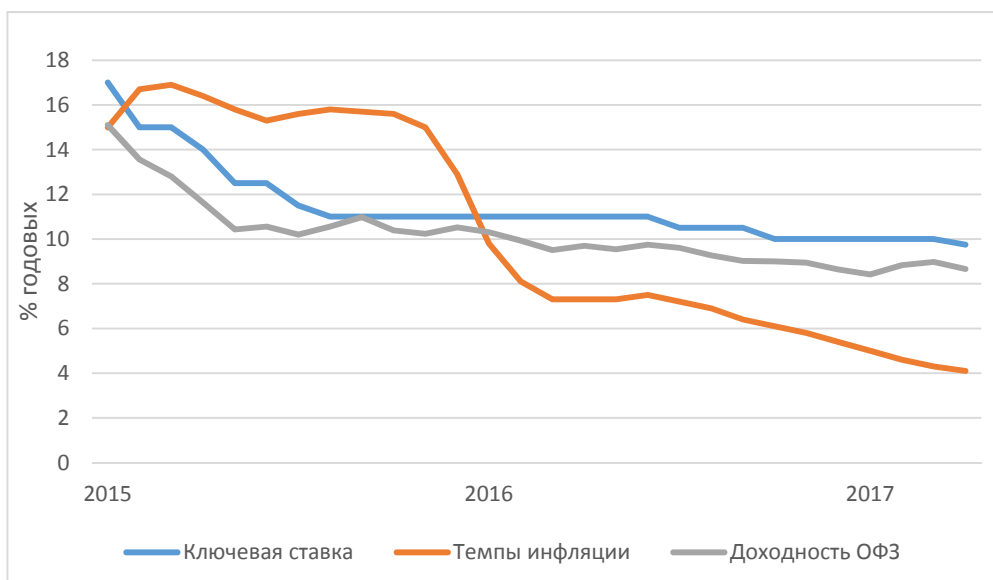
В-третьих, Банк России вынужден действовать в режиме фискального доминирования, когда монетарная политика подчиняется решению проблем бюджета. Это происходит при значительном бюджетном дефиците, который вырос в 2015-2016 г. до уровней выше 3% ВВП. Для его покрытия использовались средства Резервного фонда, которые Банк России покупал у Минфина, осуществляя рублевую эмиссию.

Поступление этих средств на банковские счета стало одной из причин профицита ликвидности, когда коммерческие банки кредитуют центральный банк в большем объеме, чем заимствует у него. В 2016 г. российским банкам оказалось некуда девать «лишние» деньги, полученные со счетов Резервного фонда. Для абсорбации избыточной ликвидности Банк России использовал депозитные аукционы и операции постоянного действия. С помощью данных инструментов оказалось возможным сохранить контроль над денежным рынком, не опуская ключевую ставку и не допуская отрыва от нее снижающихся ставок денежного рынка.

4. Дезинфляционный сюрприз

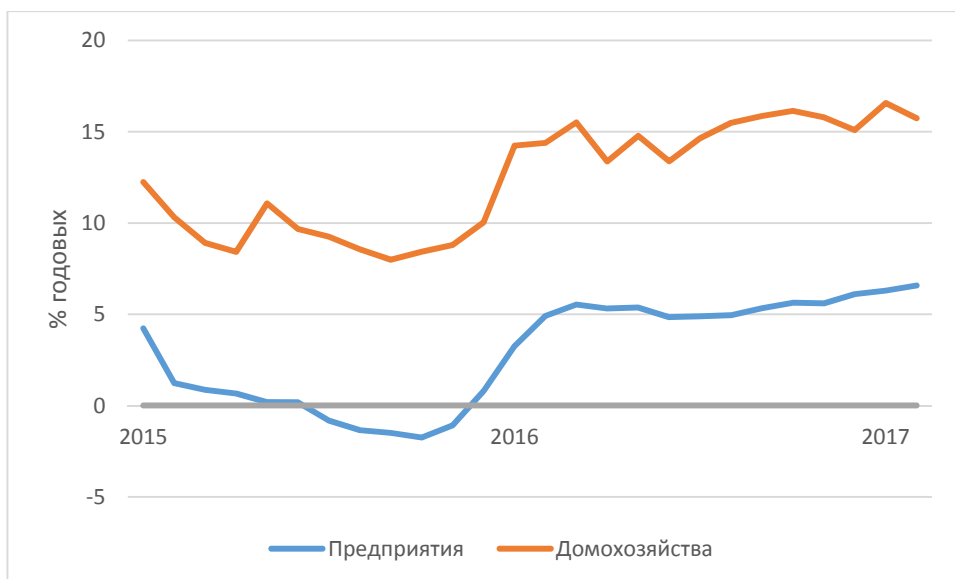
Напомним, что в 2015 г. Банк России практически зафиксировал ключевую ставку на двадцать месяцев: с августа 2015 г. по март 2017 она опустилась лишь на один процентный пункт, с 11% до 10% (см. график 2). При снижающейся инфляции это привело к значительному увеличению реальных процентных ставок в экономике. График 3 демонстрирует значительный рост реального процента по кредитам для предприятий и домохозяйств с конца 2015 г. Кроме того, в августе 2016 г. были повышены нормы обязательного резервирования по банковским пассивам.

График 2: Ключевая ставка, темпы инфляции и доходность ОФЗ со сроком погашения 1 год



Источник: Банк России, Госкомстат

График 3: Реальный процент для предприятий и домохозяйств



Источник: Банк России

Такое ужесточение политики принесло свои плоды: инфляция по итогам 2016 г. опустилась до уровня 5.4%, тогда как инфляционные ожидания варьировали в середине того года в интервале 6.5-7.5%. Разрыв фактической и ожидаемой инфляции оказался

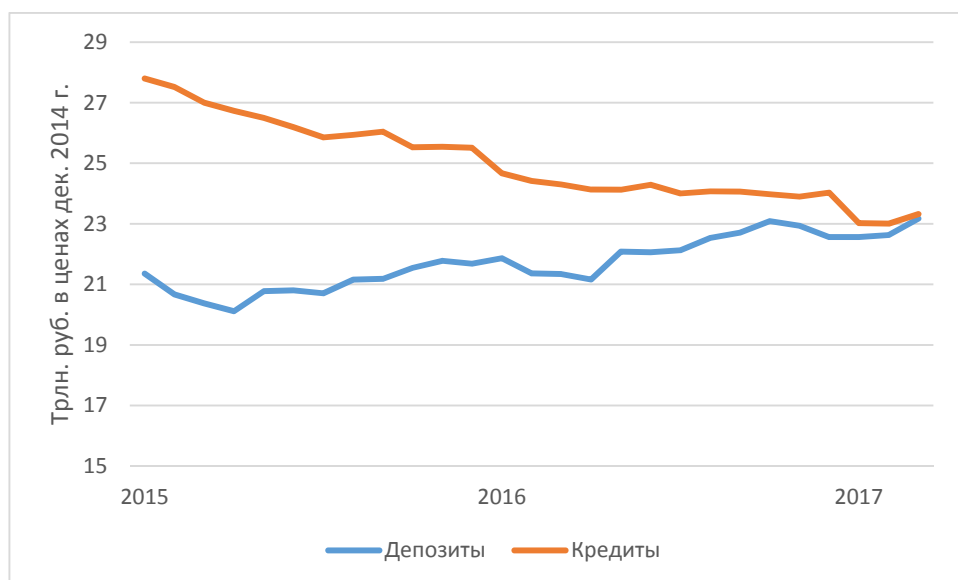
существенным, составив 1-2%. Дезинфляционный сюрприз, то есть отклонение инфляции вниз от ожиданий, сделал возможным достижение целевого уровня инфляции 4% уже этим летом. Данный результат будет означать успешное выполнение плана по снижению инфляции, принятого в 2014 г, однако необходимо учитывать цену такого успеха.

В этой связи следует отметить, что теоретическая концепция ИТ восходит к простым макромоделям рациональных ожиданий с кривыми Филиппса, которые были популярны в 80-е годы прошлого века. Согласно этим моделям, инфляционный сюрприз, то есть инфляция сверх ожиданий, дает краткосрочный импульс оживления экономики, а дезинфляционный сюрприз оказывает подавляющий эффект. По логике данной теории, дезинфляционный шок 2016 г. воздействовал угнетающим образом на зачатки экономического подъема в России. Даже если данный эффект был краткосрочным, то остаются в силе его необратимые последствия из-за нереализованных возможностей развития экономики, о которых говорилось выше.

Дезинфляционный шок отразился на аномальном поведении денежного рынка. Расходование средств Резервного Фонда на финансирование бюджетного дефицита не является единственной причиной профицита ликвидности банковской системы. С начала 2017 г. профицит принял устойчивый характер, что можно объяснить завышенным значением ключевой ставки, влияющим на избыточное предложение ликвидности. Например, доходности краткосрочных государственных облигаций с начала 2016 г. были на 1-1.5 процентных пункта ниже ставок денежного рынка, что видно на графике 2. В таких условиях равновесие на денежном рынке должно поддерживаться Банком России с помощью инструментов абсорбации ликвидности.

Жесткая процентная политика оказала искажающее воздействие не только на денежный рынок, но и на рынок кредита. Из официальных данных Банка России следует, что объем рублевых кредитов небанковским организациям сократился в 2016 г. на 4.5% в номинальном выражении. На графике 4 показана динамика рублевых кредитов реальному сектору и депозитов, привлеченных из этого сектора в 2015-2017 г., в ценах декабря 2014 г. Если депозиты росли с опережением инфляции, то кредиты снижались. Рынок кредита так и не вышел из ступора из-за высоких кредитных ставок, для которых денежный рынок определяет нижнюю границу. Спрос на кредиты был подавлен дороговизной финансовых средств, а предложение было сужено благодаря альтернативным возможностям для банков в виде депозитов Банка России и других инструментов привлечения ликвидности.

График 4: Кредиты реальному сектору и депозиты



Источник: Банк России

Отметим, что в 2015 г. Банк России проявлял достаточную гибкость, опустив в первом полугодии базовую ставку с 17% до 11%. Усилившаяся в дальнейшем жесткость монетарной политики отражает, помимо прочего, возросший внутривластный приоритет подавления инфляции. Целевой ориентир Банка России на уровне 4% мог стать очень желательным для политического руководства страны в предвыборном периоде. В условиях не состоявшегося подъема производства победа над инфляцией является наиболее выигрышным результатом экономической деятельности государства с точки зрения электоральных предпочтений. Результат по инфляции оказался гораздо легче обеспечить и предъявить избирателям, чем создать условия для пост-кризисного развития экономики.

5. Компромиссные варианты

Номинальный якорь основан на доверии к действиям монетарной власти. Чтобы заслужить доверие, необходимо идти на определенные издержки ради достижения поставленной цели. Банк России продемонстрировал такую способность, но вопрос в том, всегда ли поставленная цель оправдывает средства. Макроэкономические издержки режима ИТ могут в будущем стать чрезвычайно высокими при неблагоприятных внешних сценариях. При ухудшении платежного баланса и новых витках падения курса рубля

неизбежны повторные всплески инфляции. Очередной цикл ужесточения политики процентных ставок ради её таргетирования будет иметь губительные последствия для экономики. Чтобы этого избежать, необходимо смягчение целевых параметров по инфляции.

Влияние монетарной политикой на реальные процессы в Российской экономике усилилось в связи с тем, что процент стал ключевым инструментом. Но при этом в режиме ИТ у монетарной власти нет стимулов к тому, чтобы в полной мере учитывать последствия своих действий для нефинансового сектора. В перспективе необходимо расширение сферы ответственности Банка России, обеспечивающей поиск компромисса между целью по инфляции и поддержкой реальной экономики.

Возможно, что компромиссные решения придется искать уже не в столь далеком будущем в случае приближении курса рубля к нижней границе неявного валютного коридора. Такое нельзя исключать при благоприятных внешних сценариях. Противодействие номинальному укреплению рубля потребует возобновления валютных интервенций либо снижения ключевой ставки. Покупка валюты монетарными властями приведет к дальнейшему наращиванию профицита банковской ликвидности. Если при этом ключевая ставка будет по-прежнему поддерживаться на высоком уровне, то возникнет ситуация, аналогичная ловушке ликвидности в условиях дефляции. Уход банков в ликвидные инструменты при высоком реальном проценте еще больше усилит стагнацию кредитного рынка.