

**Трунин Павел Вячеславович**

канд. экон. наук, зав. лабораторией денежно-кредитной политики, Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара, г. Москва

Pt@ier.ru

# Инфляционное таргетирование и курсовая политика в российских экономических условиях

Аннотация

В статье определена роль валютного курса в развивающихся странах. Произведен анализ денежно-кредитной политики, проводимой в России, в области инфляционного таргетирования. Сформулированы условия реализации политики инфляционного таргетирования в РФ.

**Ключевые слова:** инфляционное таргетирование, денежно-кредитная политика, курсовая политика, Банк России

Одной из главных целей денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России в последние годы является переход к режиму таргетирования инфляции. При данном режиме приоритетной целью центрального банка (ЦБ) является достижение заранее объявленного им темпа роста потребительских цен. При этом остальные цели денежно-кредитной политики, в том числе поддержание обменного курса национальной валюты, становятся второстепенными. В связи с этим актуальным является вопрос о курсовой политике ЦБ РФ в условиях инфляционного таргетирования.

## **Роль валютного курса в развивающихся странах**

Значимая роль обменного курса в развивающихся странах, придержи-

вающихся политики инфляционного таргетирования, определяется важностью валютного курса как трансмиссионного канала ДКП, в т.ч. из-за более низкого уровня доверия экономических агентов этих стран к денежной политике. Для развивающихся стран характерна более высокая инфляция, значительная волатильность валютного курса и долларизация экономики, что заставляет центральные банки обращать большее внимание на динамику валютного курса<sup>1</sup>. Изменение валютного курса может спровоцировать рост инфляции и инфляционных ожиданий, что вынуждает центральные банки воздействовать на уровень номинального обменного курса, изменяя процентные ставки или проводя интервенции

<sup>1</sup> См. Stoneet al. (2009).

## Достижение финансовой стабильности также является стимулом управления валютным курсом

на валютном рынке. Однако это может создать впечатление, что ЦБ предпочитает управление валютным курсом в ущерб цели по инфляции. Кроме того, воздействуя на номинальный курс, ЦБ практически лишены инструментов управления реальным курсом. В частности, при проведении валютных интервенций для предотвращения укрепления национальной валюты в номинальном выражении рост денежной базы может вызвать ускорение инфляции и, соответственно, рост курса в реальном выражении.

Достижение финансовой стабильности также является стимулом управления валютным курсом, т.к. экономические агенты развивающихся стран, как правило, имеют значительные активы в иностранной валюте, превышающие их валютные пассивы. В случае резких изменений курса реализация валютных рисков может спровоцировать финансовую нестабильность. При этом отсталость финансовых рынков развивающихся стран чаще всего не позволяет осуществлять хеджирование валютных рисков.

Обесценение национальной валюты в условиях значительной долларизации развивающихся стран также угрожает их финансовой стабильности. Относительно высокий уровень долларизации объясняет повышенное внимание этих стран к динамике валютного курса по сравнению с развитыми экономиками.

Угроза финансовой стабильности ввиду внезапного прекращения прито-

ка капитала в страну характерна для развивающихся стран. Значительный приток капитала может вызвать кредитный бум и рост совокупного спроса, а также привести к удорожанию национальной валюты. Поэтому многие страны проводят валютные интервенции, стремясь не допустить удорожания национальной валюты вследствие притока капитала. При этом осуществление валютных интервенций на протяжении длительного периода времени для поддержания неравновесного (то есть не соответствующего балансу спроса и предложения валюты со стороны частного сектора) курса повышает валютный риск.

Неразвитые национальные финансовые рынки повышают валютные риски и ограничивают возможности денежной политики. Различия в уровне развития финансового сектора объясняют разные подходы к управлению валютным курсом в развитых и развивающихся странах. Незрелые финансовые рынки могут стать причиной активного управления валютным курсом с целью достижения ценовой и финансовой стабильности. Вместе с тем, значительный контроль над валютным курсом со стороны ЦБ снижает стимулы для экономических агентов к грамотному управлению валютными рисками. Более развитые валютные рынки уменьшают необходимость проведения валютных интервенций, поскольку предлагают различные инструменты хеджирования валютного риска.

Развитые денежные рынки и рынки государственного долга дают больше возможностей при проведении денежной политики. Слабый трансмиссионный механизм изменения процентной ставки на неразвитых денежных рынках может привести к преобладающей роли механизма валютного курса

в проводимой политике. Кроме того, неразвитые денежный рынок и рынок ценных бумаг повышают издержки стерилизации и приводят к значительному росту ликвидности в результате притока капитала. Таким образом, отсутствие развитого денежного рынка задерживает переход к инфляционному таргетированию, в котором операционным инструментом является процентная ставка.

Ряд развивающихся стран проводят валютные интервенции с целью поддержания конкурентоспособности национальных производителей. В общем случае конкурентоспособность изменяется в результате колебаний реального валютного курса. Однако в большинстве случаев результатом сдерживания укрепления номинального валютного курса является рост инфляции и повышение реального валютного курса<sup>2</sup>.

Для многих развивающихся стран характерна длительная история фиксации или активного управления валютным курсом, которая может вызвать сомнения у экономических агентов относительно приоритетности целей ЦБ при переходе к таргетированию инфляции. Поэтому в том случае, если ЦБ продолжает осуществлять валютные интервенции после перехода к таргетированию инфляции, он должен полностью раскрывать цели проведения интервенций, сроки и объемы их проведения.

Анализ международного опыта позволяет утверждать<sup>3</sup>, что активное вмешательство ЦБ в процесс курсообразования является нецелесообразным. Вместе с тем, сглаживание чрезмерной волатильности обменного курса,

## отсутствие развитого денежного рынка задерживает переход к инфляционному таргетированию

не обусловленной фундаментальными факторами, можно рассматривать как составной элемент инфляционного таргетирования.

### **Перспективы перехода к инфляционному таргетированию в России**

В соответствии с Федеральным законом №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», целями деятельности Банка России являются: «защита и обеспечение устойчивости рубля; развитие и укрепление банковской системы Российской Федерации; обеспечение эффективного и бесперебойного функционирования платежной системы»<sup>4</sup>.

Вместе с тем, с 2010 г. Банк России осуществляет последовательный переход к новому режиму денежно-кредитной политики.

В соответствии с «Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 г. и период 2014 и 2015 гг.», к 2015 г. ЦБ РФ планирует завершить переход к таргетированию инфляции. В рамках стратегии последовательного снижения темпов роста цен ставится задача снижения инфляции до 4–5% в год к 2014 г.

<sup>2</sup> См. Jonas, Mishkin (2003).

<sup>3</sup> Rogeret al (2009), Aizenman et al (2008).

<sup>4</sup> Федеральный закон N 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

При этом на 2013 г. целевой диапазон инфляции составляет 5–6%.

Отметим, что детальный анализ инфляционных процессов и мер, принятых органами денежно-кредитного регулирования для удержания инфляции в целевых границах, является ключевым элементом режима таргетирования инфляции. Международный опыт таргетирующих инфляцию центральных банков говорит о необходимости тщательного анализа причин выхода инфляции за границы целевого интервала. Если проанализировать новейшую историю инфляционных процессов в РФ, то важнейшими компонентами инфляции в 1999–2007 гг. был рост тарифов на услуги ЖКХ, а также увеличение стоимости автомобильного бензина. При этом за период 1999–2007 гг. только в 2006 г. органам государственной власти удалось не превысить свой официальный прогноз по инфляции.

В 2008 г. поставленная ЦБ РФ задача – снизить инфляцию до уровня 8–8,5% опять оказалась недостижимой: ИПЦ по итогам года составил 13,3%. В первой половине 2008 г. инфляция оставалась высокой по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. При этом быстрое увеличение денежного предложения в конце 2007 г. ускоряло рост цен. Но во второй половине 2008 г. из-за сокращения международных резервных активов, продаваемых ЦБ РФ для поддержания курса

рубля, денежное предложение начало сокращаться, а темп роста цен – замедляться.

В отличие от финансового кризиса 1998 г., который привел к резкому ускорению инфляции, последствием экономического кризиса 2008–2009 гг. стало снижение темпов роста инфляции. Основными причинами этого являлись падение совокупного спроса и сокращение денежного предложения (за период сентябрь 2008 г.–февраль 2009 г. денежный агрегат M2 уменьшился на 17,3%).

Отметим, что по итогам 2011 г. инфляция в России оказалась минимальной за всю новейшую историю РФ – 6,1%. Такой результат стал возможным благодаря удачному сочетанию монетарных и немонетарных факторов. Темп прироста денежного предложения начал снижаться с осени 2010 г., что не могло не сказаться на инфляционных процессах в 2011 г. Из немонетарных факторов инфляции можно выделить стабильность обменного курса рубля, медленный экономический рост, а также высокий урожай сельскохозяйственной продукции. Кроме того, по итогам года номинальный эффективный курс рубля изменился незначительно (+2,4%), что при прочих равных условиях означает стабильность рублевых цен на импортируемые в Россию товары.

По итогам 2012 г. инфляция в РФ вновь ускорилась, достигнув 6,6%. Можно согласиться с тем, что причины более высокой инфляции по итогам 2012 г. по сравнению с прогнозируемой лежат вне пределов контроля ЦБ РФ и включают, помимо высокой продовольственной инфляции, также индексацию регулируемых государством тарифов на платные услуги населению во второй половине года. Однако сложивша-

только в 2006 г. органам  
государственной власти  
удалось не превысить свой  
официальный прогноз  
по инфляции

яся ситуация говорит о том, что ЦБ РФ в недостаточной степени проанализировал и учел инфляционные риски. В результате произведенного анализа можно заметить, что снижение инфляции в последние годы происходило во многом под воздействием внешних факторов, а не вследствие политики ЦБ РФ. Кроме того, в связи с тем, что Банк России редко достигал объявленных целей по инфляции, доверие экономических агентов к его прогнозам должно быть невелико. В такой ситуации разъяснение принимаемых антиинфляционных мер и причин выхода инфляции за границы установленного интервала является крайне важным. Но судя по «Основным направлениям...» ЦБ РФ так не считает.

Основной целью курсовой политики Банк России видит сокращение прямого вмешательства в курсообразование и создания к 2015 г. условий для перехода к режиму плавающего валютного курса. В «Основных направлениях...» утверждается, что по мере снижения вмешательства ЦБ РФ в функционирование валютного рынка политика управления процентными ставками с помощью операций предоставления и изъятия ликвидности станет ключевой в процессе денежно-кредитного регулирования.

Однако необходимо напомнить, что процентные ставки ЦБ РФ стали оказывать существенное влияние на денежный рынок лишь после кризиса 2008 – 2009 гг., когда средства ЦБ РФ стали значимым компонентом пассивов коммерческих банков. В последние годы Банк России действительно минимизировал свои валютные интервенции, что привело к тому, что операции ЦБ РФ по рефинансированию стали основным каналом роста денежного предложения.

снижение инфляции  
в последние годы  
происходило во многом  
под воздействием внешних  
факторов, а не вследствие  
политики ЦБ РФ

### **Выводы**

Для того, чтобы реализация политики инфляционного таргетирования в РФ была успешной, необходимо выполнение ряда условий. ЦБ РФ должен пользоваться доверием экономических агентов, чтобы оказывать влияние на их ожидания, а денежная политика должна быть независима. Для эффективной работы трансмиссионного механизма требуется развитая финансовая система. Для эффективного инфляционного таргетирования обменный курс должен быть плавающим, а долларизация экономики минимальна.

По всей видимости, доходы от экспорта сырья в обозримом будущем продолжают играть большое значение для экономики РФ, поэтому в среднесрочном периоде лучшей политикой для ЦБ РФ является инфляционное таргетирование со сглаживанием сильных колебаний валютного курса. В долгосрочном периоде возможен переход к полноценному таргетированию инфляции в условиях свободно плавающего обменного курса рубля.

### **Литература**

1. Mark Stone, Scott Roger, Seiichi Shimizu, Anna Nordstrom, Turgut Kisinbay, and Jorge Restrepo. The Role of the

Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies IMF Occasional paper 267. 2009.

2. Jiri Jonas, Frederic S. Mishkin Inflation targeting in transition countries: experience and prospects. NBER Working paper 9667. April 2003.

3. Scott Roger, Jorge Restrepo, Carlos Garcia Hybrid inflation targeting regimes.

IMF Working Paper WP/09/234. October 2009.

4. Joshua Aizenman, Michael Hutchison, Ilan Noy Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets. NBER Working Paper No. 14561. December 2008.

рп

**Pavel V. Trunin**

*Cand. of Economical Sci., the Head of the Monetary Policy Laboratory,  
Gaidar Institute for Economic Policy, Moscow*

### **The inflation targeting and exchange rate policy in the Russian economic conditions**

Abstract

**T**he article defines the role of the exchange rate in developing countries. The analysis of monetary policies in Russia, in the inflationary targeting. The conditions of the policy inflation targeting in Russia.

**Keywords:** inflation targeting, monetary policy, exchange rate policy, Bank of Russia