Выводы и рекомендации для экономической политики

Проведенный анализ процессов в денежно-кредитной сфере в 1992–2001 гг. позволяет сделать следующие важные выводы, касающиеся политики Центрального банка РФ в данной области:

1) На протяжении всего периода основной причиной инфляции в России являлся рост денежного предложения в экономике, немонетарные факторы имели второстепенное значение и влияли на краткосрочные отклонения темпов роста цен от темпов роста денежной массы. Однако по мере снижения среднего уровня инфляции роль немонетарных факторов возрастает (хотя и остается пока низкой по сравнению с денежным предложением). Следует ожидать, что при сохранении существующих тенденций и дальнейшем снижении темпов роста цен в течение двух-трех последующих лет доля прироста цен, приходящаяся на немонетарные (в первую очередь, структурные) факторы, может, по крайней мере, сравняться с долей монетарной составляющей, и денежно-кредитная политика, сама по себе, будет недостаточна для контроля над инфляционными процессами. В этой связи возрастает актуальность координации политики Банка России с политикой Правительства РФ в области регулирования цен и тарифов на услуги естественных монополий (электроэнергетика, МПС, газ), реформирования системы субсидирования цен на социальные услуги (ЖКХ, общественный транспорт, образование, медицинское обслуживание), налоговой политики (в первую очередь, в части изменения и индексации косвенных налогов, например, акцизов), таможенной политики в отношении импорта (импортные пошлины) и сельскохозяйственной политики (определение объемов государственной поддержки сельского хозяйства в рамках переговоров по вступлению России в ВТО).

2) Лаг между реакцией цен на шоки денежного предложения в настоящее время сократился до 3–4 месяцев по сравнению с 8–9 месяцами в 1997–1998 гг., в первую очередь, вследствие ослабления и «сжатия» финансовых рынков. Очевидно, что будущее удлинение временного интервала между моментами расширения (сжатия) денежного предложения и ускорения (замедления) темпов роста цен будет связано, в первую очередь, с развитием финансового рынка в России и повышением монетизации экономики. Таким образом, развитие финансовых рынков является необходимым не только с точки зрения выполнения ими роли посредника для трансформации сбережений в инвестиции и перераспределения капитала в экономике, но и

как фактор достижения стабильности всей денежно-финансовой системы. Наличие хорошо развитых финансовых рынков позволяет снизить скорость обращения денег, обеспечить повышение монетизации экономики и способствует снижению темпов роста цен.

3) Критическое значение темпов инфляции для перехода из режима высокого спроса на реальные кассовые остатки к режиму низкого спроса на деньги в российской экономике находится на крайне высоком уровне по сравнению с большинством развивающихся и развитых стран и составляет около 12,5% в месяц (300% в годом исчислении). Тем не менее необходимо учитывать, что данная оценка основывается на наблюдениях, значительная часть которых (до 40% выборки) приходится на период экстремально высоких значений инфляции после либерализации цен и непоследовательной денежно-кредитной политики до реализации программы финансовой стабилизации. По мере удаления от того периода и увеличения числа наблюдений с низкими значениями темпов роста цен оценка порогового значения инфляции будет, по нашему мнению, приближаться к наиболее часто встречающимся в литературе величинам (30–40% годовых). Иными словами, переключение между режимами низкого и высокого роста цен будет происходить при более низких, чем в прошлом, значениях, и ослабление денежно-кредитная политика, ведущее к ускорению роста цен, становится более опасной с точки зрения формирования инфляционных ожиданий и доверия населения к национальной валюте.

4) За имеющийся период наблюдений (1992–2001 гг.) статистические данные не подтверждают гипотезу о наличии влияния денег на реальный сектор экономики. Денежно-кредитная политика не оказывала прямого влияния на темпы роста или объем реального выпуска. Тем не менее, в силу крайне короткого периода наблюдений и того обстоятельства, что в реальном секторе происходили такие фундаментальные процессы как трансформационный спад и импортозамещающий рост, говорить о нейтральности денег в экономике России нет достаточных оснований. В этой связи ЦБ РФ следует учитывать возможные последствия увеличения денежного предложения для реального сектора (как положительные, так и отрицательные). Однако для оценки масштабов и характера такого влияния требуются дополнительные исследования.

5) Анализ более широких взаимосвязей между деньгами и выпуском с учетом различных механизмов трансмиссии денег в экономике показал, что наиболее вероятными каналами денежной трансмиссии являются те, которые не связаны напрямую с денежно-кредитной политикой, и являются,

 Эта и другие работы в свободном доступе на страницах www.iet.ru

скорее, следствием изменения фундаментальных основ функционирования экономики России после кризиса 1998 г. (канал непредвиденного изменения в уровне цен и канал денежных потоков). Первый канал связан с ускорением процессов структурных сдвигов в относительных ценах, а второй – с увеличением объема ликвидных средств в экономики вследствие роста прибыльности экспортного сектора. В то же время до кризиса 1998 г. не отрицается гипотеза о существовании в экономике процентного канала, и поддержание высокой доходности на рынке государственных ценных бумаг имело отрицательное влияние на реальный сектор. Такой результат свидетельствует в пользу политики поддержания, по крайне мере в краткосрочной перспективе, низкого реального курса рубля, а также координации торговой политики со странами-членами ОПЕК.

6) В посткризисный период (1998–2001 гг.) инфляция, имеющая значительную структурную компоненту, оказывала позитивное влияние на темпы роста реального выпуска (промышленного производства). Изменения относительных цен, очевидно, стимулировали выпуск во многих отраслях экономики. В этой связи необходимо ускорять процесс реформирования естественных монополий и либерализации цен и тарифов на их услуги.

7) Анализ фактических (неявных) промежуточных целей денежных властей показал, что, при условии ряда методологических оговорок, реальный выпуск (темп роста промышленного производства) ни на одном из периодов не входил в число целевых макроэкономических индикаторов[88]. Фактически, единственной промежуточной целью властей на всем периоде в целом (1995–2001 гг.) можно считать снижение (но не таргетирование) средних темпов инфляции. По мере снижения средних темпов инфляции необходимо усиливать координацию политики Центрального банка и Правительства РФ в деле формирования условий для роста реального выпуска.

8) В период до кризиса 1998 г. не отвергается гипотеза об адаптационном (т.е. ЦБ РФ стремился к достижению целевых значений, но практически никогда не достигал их) таргетировании денежного предложения относительно агрегата узкой денежной базы. Такая политика позволила достичь быстрого снижения темпов инфляции, однако, в силу выбранного варианта финансовой стабилизации – ортодоксальная стабилизация с номинальным

[88] Это противоречит официальным заявлениям Председателя ЦБ РФ в 1998–2002 гг. В. Геращенко о том, что поддержание реального сектора является для него приоритетной задачей по сравнению со снижением инфляции или поддержанием определенного курса рубля.

якорем – не позволяла разрешить дисбалансы на внутреннем денежном и валютном рынках. В частности, по мере либерализации внутреннего финансового рынка и развития кризисных явлений политика ЦБ РФ стала терять независимость от внешних факторов (отток капитала из страны).

С 1999 г. Банк России придерживается политики таргетирования обменного курса рубля. Несмотря на то что данный случай имеет ряд важных отличий от рассматриваемых в литературе примеров (в первую очередь, основная угроза заключается в том, что при уходе с рынка ЦБ РФ «атака» на рубль приведет к удорожанию, а не девальвации национальной валюты вследствие высокого положительного сальдо счета текущих операций и избытка предложения валюты на рынке), основной недостаток политики таргетирования обменного курса сохраняется: внутренняя денежно-кредитная политика не является независимой и в значительной степени определяется динамикой цен на нефть и другие основные товары российского экспорта.

В этой связи представляется необходимым проводить политику, направленную на развитие финансовых рынков, что позволит расширить возможности Банка России по проведению операций стерилизации денежных потоков из-за рубежа. Кроме того, возрастает актуальность либерализации капитальных потоков в сочетании с введением мер, направленных на усиление контроля за краткосрочными портфельными иностранными инвестициями. Вместе с тем ЦБ РФ и Правительства РФ должны сознавать, что в среднесрочной перспективе (до 5 лет) желательно добиваться постепенного повышения реального курса рубля. Во-первых, к 2005 г. будет пройден период, на который приходится пиковый объем платежей по внешнему долгу, и объемы привлечения валютных поступлений для потребностей государства снизятся. Снижение спроса на валюту при устойчивом положительном сальдо торгового баланса снимет ограничения на укрепление рубля. Во-вторых, ожидаемый экономический рост будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности России и ускорению движения в сторону положительного сальдо как счета текущих операций, так и счета движения капитала. В-третьих, по мере подъема промышленного производства жизненно важно постепенно ослаблять барьеры входа на российский рынок, стимулируя обновление оборудования и технологий и повышение конкурентоспособности российской промышленности.

Переходя к перспективам долгосрочного роста российской экономики, основанного на импортозамещении, необходимо остановиться еще на одном аспекте, связанном с соотношением эластичностей экспорта и импорта

 Эта и другие работы в свободном доступе на страницах www.iet.ru

по доходу. Как было показано П.Кругманом[89], при таком соотношении между ними, какое наблюдается в настоящее время в России (низкая – для экспорта, высокая – для импорта), устойчивый долговременный рост национальной экономики возможен только при периодической девальвации валюты. Пределы сырьевого экспорта ограничены относительно неэластичным по цене спросом на топливо и слабой возможностью влиять на мировые цены на нефть и газ. В то же время по мере повышения уровня жизни населения спрос на импортные товары, имеющие более высокое качество по сравнению с отечественными субститутами, повышается. Таким образом, происходит ухудшение торгового баланса. Если данный процесс накладывается на ухудшение условий торговли страны и усиление оттока капитала, вызванного ростом странового риска, результатом становится кризис в экономике, что мы наблюдали в 1998 г. В этих условиях для поддержания темпов внутреннего экономического роста и положительного сальдо торгового баланса правительство страны вынуждено периодически девальвировать национальную валюту.

9) Тем не менее сопоставление альтернативных промежуточных целей денежно-кредитной политики показывает, что сохранение политики таргетирования обменного курса (фактически осуществления режима плавающего обменного курса с медленной реальной ревальвацией рубля) является наиболее предпочтительным вариантом в настоящих условиях (высоких цен на основные товары экспорта и высокого положительного сальдо торгового баланса, а также накануне крупных платежей по внешнему долгу РФ). В краткосрочном периоде это позволяет накапливать золотовалютные резервы и не допустить резкого роста реального курса российской национальной валюты. В частности, переход к таргетированию денежных агрегатов или инфляции, особенно в условиях значительных структурных сдвигов в относительных ценах, способны привести к ускоренному удорожанию рубля и резкому сокращению предложения денег в экономике.

[89] Krugman (1989).