Николай Кащеев,
начальник аналитического отдела казначейства, Сбербанк

ВТОРАЯ ступенька

СТРАННЫЙ ЧЕЛОВЕК — НУРИЭЛЬ РУБИНИ... С ОДНОЙ СТОРОНЫ, ОН ФАКТИЧЕСКИ ИСКЛЮЧАЕТ РОССИЮ ИЗ БРИК (BRICKBATS FOR THE RUSSIAN BEAR, RGEMONITOR.COM), УКАЗЫВАЯ НА ЕЕ РАЗИТЕЛЬНО ОТЛИЧАЮЩУЮСЯ ОТ БИК ЭКОНОМИКУ, В КОТОРОЙ НЕ ВИДИТ ЭФФЕКТИВНЫХ МЕХАНИЗМОВ МОДЕРНИЗАЦИИ. С ДРУГОЙ СТОРОНЫ, АНАЛИТИК ВКЛЮЧАЕТ МОСКВУ В СОНМ ВОЗМОЖНЫХ НОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ЦЕНТРОВ МИРА (LESSONS LEARNT: THE SOLUTION TO TOO-BIG-TO-FAIL, FINANCIAL TIMES). СПРАВЕДЛИВОСТИ РАДИ: НЕ ТОЛЬКО РУБИНИ ПРОТИВ ПРИСУТСТВИЯ РФ В БРИК. ПО МОЕМУ СКРОМНОМУ МНЕНИЮ, У РОССИИ СТОЛЬКО ЖЕ ОБЩЕГО С КИТАЕМ, СКОЛЬКО И У БРАЗИЛИИ... КАК БЫ ТО НИ БЫЛО, МАРКЕТИНГОВЫЙ ХОД GOLDMAN SACHS ЗАСЧИТАН, И ДАЖЕ НАЧАЛО XXI ВЕКА ОТЧАСТИ ПРОШЛО ПОД ВНЕДРЕННЫМ ИМИ БРЕНДОМ!

В прошлом номере Cbonds Review я немного порассуждал о любимой теме прогрессивных академических кругов и финансовой молодежи (не считая некоторых всем известных международных финансовых организаций) — свободном плавающем курсе национальной валюты. Сделанный беглый анализ утвердил меня в мысли, что Китай действительно скорее намеренно тормозит с отпуском нацвалюты в более свободное плавание, тогда как РФ, возможно, даже несколько бежит впереди паровоза. Желающие могут обратиться к электронной версии журнала за пояснениями. К приведенным там аргументам могу добавить сегодня вот такую информацию, наводящую на некоторые дополнительные размышления: валовый объем экспорта из РФ составляет в ВВП страны около 30% против 15% у Индии и примерно 20% у Бразилии (здесь: данные докризисного 2007 года). А вот у Китая этот показатель составлял порядка 40% ВВП, показывая вовлеченность экономики в мировую торговлю: на таком фоне Китай упорно следует политике достаточно жестко управляемого обменного курса и не желает вводить полную конвертируемость юаня. Понятно, что подобное решение — в свете попытки моего прежнего анализа в том числе — «особо циничное» (бедные Штаты таким образом бьются со своим дисбалансами практически в одиночку) и эгоистическое, однако своя рубашка ближе к телу (чем рубашка carry-трейдера), не так ли?

Вторая ступенька на пути к развитой, передовой финансовой системе — это, конечно, инфляционное таргетирование. Иногда путают введение валютного режима свободного плавания и переход центрального банка к инфляционному таргетированию — то есть официальное объявление целевых цифр инфляции за период

и следование стратегии, направленной исключительно на достижение таковых. На самом деле инфляционное таргетирование не отменяет возможности сохранения некоторых элементов регулирования обменного курса. Если центральный банк той или иной страны желает помучиться гамлетовским вопросом, над которым столько лет бьется ЦБ России, то это для него вполне допустимо: при желании такой центробанк может осуществлять рыночные интервенции, не отменяя задачи достижения определенной цели по инфляции. В конец концов, как мы знаем, даже такой прогрессивный центробанк, как Банк Японии, до недавнего времени не гнушался интервенциями на валютном рынке.

Что же такое инфляционное таргетирование, и что мешает РФ быстро перейти к такому виду денежной политики?

Пять базовых составных элементов политики таргетирования инфляции, согласно Фредерику Мишкину, бывшему в момент их изложения членом Национального бюро экономического анализа США (NBER), таковы:

1. Публичное объявление ответственными официальными органами среднесрочных целевых показателей инфляции.

2. Официальное (законодательно оформленное) обязательство поддерживать ценовую стабильность в качестве главной цели монетарной политики, тогда как все прочие цели и задачи являются подчиненными по отношению к таковой. Данный пункт включает обязательную независимость центрального банка — от политического давления и в отношении свободы выбора им инструментов денежной политики.

3. Объявленная стратегия должна принимать в расчет большее число переменных, нежели только денежные агрегаты и обменный курс, на основании которых выбираются направление и инструменты денежной политики (например, соображения экономического роста, ликвидности банковской системы и прочие).

4. Высокая прозрачность денежной политики, подразумевающая полное и своевременное донесение до общества планов, задач и решений монетарных властей: от этого зависит доверие к монетарной политике как важная составляющая инфляционных ожиданий.

5. Высокая прозрачность и ответственность центрального банка за достижение инфляционных ориентиров.

Всего в мире на сегодня таргетируют инфляцию 28 стран, из списка каковых выпали США, поскольку они не выполняют первый пункт требований: не объявляют однозначную инфляционную цель ФРС и Минфина США, хотя бы в виде коридора значений.

Таковы, пожалуй, самые известные примеры перехода развивающихся стран к инфляционному таргетированию.

Чили начала движение к этому виду денежной политики в 1990-х гг., когда инфляция превышала 20%. Первым шагом стало законодательное оформление независимости ЦБ и объявление ценовой стабильности одной из его главных целей. Второй компонент политики, соблюденный в Чили: бюджетный профицит в течение почти всех 90-х гг. Третий компонент: регулирование, надзор и практика банковской системы на уровне развитых стран, что вообще-то было сделано еще вследствие кризиса начала 80-х гг. И лишь в середине 90-х ЦБ Чили стал устанавливать четкие (hard) цели по инфляции; до этого таргетировались диапазоны показателей. Снижение целевых величин шло медленно, так как требовалось доверие к действительно реалистичной политике монетарных властей: начав с более чем 20%-ной инфляции в 1991 г., регулятор постепенно снизил целевой показатель до 3.5% к 2000 году. Рост экономики в Чили при этом составлял около 8% в год вплоть до 1998-го, однако затем излишняя жесткость ЦБ привела к рецессии. В Чили неполный режим инфляционного таргетирования, в частности обменный курс, еще отчасти регулируется, а ответственность центробанка за недостижение целей по инфляции не очень хорошо очерчена.

Бразилия, напротив, успешно ввела полный режим таргетирования инфляции в конце 90-х: ее удалось удерживать ниже 10%, несмотря на девальвацию реала. В Бразилии в качестве инструмента таргетирования используется публикация заседаний Комитета по монетарной политике ЦБ, которые проводятся каждые пять недель и чьи решения публикуются немедленно, а подробные протоколы заседания — через неделю. Как мы знаем, Бразилия, чье законное членство в БРИК никем не подвергается сомнению, недавно предприняла меры по ограничению притока спекулятивного капитала, наплевав на то, что это моветон в глазах прогрессивной рыночной и академической общественности.

Вот список стран, недавно присоединившиеся к когорте экономики с инфляционным таргетированием:

1. **Словакия**. Вынуждена была в 2005 году ввести таргетирование инфляции ввиду присоединения к зоне евро. Таргетирование пока ведется успешно.

2. **Индонезия**. В конце 90-х изменила банковское регулирование и создала законодательство, необходимое для установления целевой процентной ставки в качестве главного инструмента денежной политики. Таргетирование введено с 2005 года, ведется успешно.

3. **Румыния**. Ввела таргетирование с 2005 года. Демонстрирует успешное достижение инфляционных целей 4 ± 1%.

4. **Турция**. С 2006 года. Целевые показатели, однако, не достигаются: инфляция бывает вдвое выше цели, несмотря на увеличение ставки ЦБ и открытость его политики. Причины: высокий долг страны, слабая бюджетная политика.

5. **Гана**. С 2007 года. В течение нескольких лет ЦБ страны и так неформально таргетировал инфляцию. Сегодня она несколько выше целевого показателя.

Почему, на мой персональный взгляд, РФ не готова к введению таргетирования инфляции начиная, скажем, с 2010 года? Эта проблема, естественно, тесно переплетена с готовностью страны к окончательному введению режима свободного плавания национальной валюты. Переход стран-экспортеров к инфляционному таргетированию вообще заметно затруднен (о чем писали, например, Joshua Aizenman, Michael Hutchison и Ilan Noy из UC Santa Cruz University). Подлинным конечным объектом для инфляционного таргетирования в таких странах часто является динамика реального курса национальной валюты, а не собственно инфляция. Это не таргетирование инфляции в чистом виде, де-факто преследуется несколько ориентиров (пример: Мексика и др.).

Итак, какова ситуация в российской экономике:

Элемент политики таргетирования инфляции	Соответствие экономики РФ требованиям таргетирования инфляции
1. Фин. рынки должны быть емкими, являться важнейшим источником капитала для бизнеса, предлагать способы хеджирования риска для крупных игроков, для больших объемов риска на ликвидном рынке	Не соответствует. Проблема хеджирования крайне острая и стоит на повестке дня много лет без особых последствий. Как управлять процентным и валютным риском при переходе к инфляционному таргетированию в таких условиях — не ясно. Нет даже эталонной кривой ставок; в дальних дюрациях отсутствует должная ликвидность!
2. Поощрение долгосрочных частных сбережений всеми мерами — национальная валюта должна стать настоящим store of value, а банки иметь буфер в виде долгосрочных, диверсифицированных пассивов	Недостаточно! Отсюда — слабое доверие к рублю, метания населения в валюту и обратно, низкое доверие к частным банкам. Высокий внешний леверидж банков
3. Значимость банковской системы в экономике должна быть высокой, для того чтобы эффективно проводить в жизнь решения ЦБ относительно инфляции. Инвестиции и потребление должны существенно зависеть от банковской системы	Не соответствует. До 70% инвестиций делается из собственных средств компаний. Это означает относительно низкую значимость банковской системы для реального сектора (за пределами обеспечения расчетов и пополнения оборотного капитала)
4. Независимость ЦБ	Достаточно высокая
5. Прозрачность ЦБ	Явно недостаточная: решения ЦБ плохо прогнозируемы, все еще не разъясняются обществу
6. Оптимизация вмешательства государства в ценовую политику	Состояние данного фактора не исследовано / нет достоверной информации
7. Демонополизация в целях эффективного ценообразования	Неудовлетворительно! Например: перепроизводство зерна не ведет к снижению цен, снижение цен на нефть не отражается эластично на ценах на нефтепродукты. Мы даже плохо представляем структуру и факторы инфляции в РФ
8. Ответственная фискальная политика	Профицит бюджета РФ достигается путем жесткого налогообложения экспорта природных ресурсов. В прочих отраслях есть заметный прогресс, но необходимы дополнительные исследования эффективности и системы налогообложения, и расходов бюджета.
Вывод:	РФ не готова к введению эффективного механизма инфляционного таргетирования

Безусловно, движение к инфляционному таргетированию — закономерный и нужный процесс для экономики страны, хотя бы для того, чтобы снять двусмысленное положение монетарных властей, разрывающихся между необходимостью учитывать интересы экспортеров и сдерживать инфляцию в стране с по-прежнему невысоким доверием к национальной валюте и банковской системе. Однако движение в этом направлении — процесс, требующий выполнения изрядной подготовительной работы, которая сама по себе является очень полезной.

Я попытался представить создание таких предпосылок в виде пирамиды. Судите сами: