



ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ: Шансы на успех есть всегда, а пути назад уже нет

Надоршин Е.Р.
Главный экономист АФК «Система»

Таргетирование обменного курса уже давно не было «чистым»



ЦБ еще до острой фазы кризиса 2008 года начал активно вводить в практику денежно-кредитной политики не один ориентир, а, как минимум, два.

БАНК РОССИИ, 2008, ГОДОВОЙ ОТЧЕТ:

«Согласно “Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год” ее основной целью было снижение инфляции», стр. 62

«2008 году курсовая политика проводилась Банком России в рамках режима управляемого плавающего валютного курса и была направлена на обеспечение устойчивости национальной валюты.» стр. 76

Хотя формальные «цели» регулятор на следующий год и на среднесрочную перспективу называл только по инфляции, по обменному курсу ЦБ вообще не брал на себя никаких формализуемых обязательств, но достигать получалось, в основном, как раз цели по обеспечению устойчивости рубля.

В силу этого представители ЦБ периодически обвиняли экономических агентов (аналитиков) в формировании завышенных инфляционных ожиданий

Что еще более любопытно – никакой ответственности за недостижение «целей» по инфляции ЦБ не брал и, по факту, ее не нес.

Сидеть на двух стульях непросто, и ни доверие к ЦБ ни проводимой им политике это не принесло



ДКП в 2000-х – цели назначали давно

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	ИПЦ
2000	18															20,1
2001		12-14														18,8
2002			...													15,1
2003				10-12												12,0
2004					8-10											11,7
2005						7,5-8										10,9
2006							7-8,5									9,0
2007								6,5-8								11,9
2008									6-7							13,3
2009									5,5-6,5	7-8,5						8,8
2010									5-6	5,5-7,0	9-10					8,8
2011										5,0-6,8	7-8	6-7				6,1
2012											5-7	5-6	5-6			6,6
2013												4,5-5,5	4,5-5,5	5-6		6,5
2014													4-5	4-5	5	8,5
2015														4-6	4,5	
2016															4	
БИПЦ					11,2	10,5	8,3	7,8	11,0	13,6	8,3	6,6	6,6	5,7	5,6	

Хотя Банк России регулярно промахивался и, скорее, следовал за ожиданиями, чем влиял на них, но последовательность ЦБ и определенный прогресс можно уверенно отметить

Таргетирование обменного курса уже давно не актуально



В конце 2007 Россия считалась островком стабильности. Однако первое же серьезное испытание 2008 показало, что даже третьи по размеру валютные резервы в мире не могут обеспечить предсказуемость и прогнозируемость изменений основного ориентира - курса национальной валюты.

БАНК РОССИИ, 2008, ГОДОВОЙ ОТЧЕТ:

«изменение условий внешнеэкономической деятельности России ... определило необходимость пересмотра условий курсообразования... С 11 ноября 2008 года Банк России начал осуществлять масштабную корректировку границ допустимых колебаний стоимости бивалютной корзины... Корректировка границ Банком России была завершена 23 января 2009 года.»

В итоге:

Рубль продолжал дешеветь по отношению к бивалютной корзине до первых чисел февраля 2009;
Чистый отток частного капитала за 08.2008—01.2009 - более **USD200** млрд;
За то же время операционный ориентир ЦБ, бивалютная корзина, выросла на **35%**, доллар на **55%**, по суммарному масштабу обесценения рубль опередил многие валюты развивающегося мира;
Сокращение ВВП на **7.8%** стало одной из самых глубоких в мире рецессий в 2009, восстановиться после провала экономика смогла только в конце 2011 года;

Кризис наглядно показал – таргетирование обменного курса не может быть надежным номинальным якорем для России и стабильности не обеспечивает

Таргетирование обменного курса – важно вовремя остановиться

Золотовалютные резервы ЦБ РФ на 1 октября – USD454,2 млрд

Размер внешнего долга и график погашения с процентами

Частный сектор:

На 01.10.2014 – **USD614,4** млрд, эквивалент около **USD100** млрд из них – национальная валюта

2014 (окт-дек): **USD53,5** млрд;

2015: **USD105,5** млрд;

После 2015: **USD435** млрд

Помимо этого: **USD85** млрд, график не определен или кредит/депозит до востребования.

Государственный сектор:

USD48,3 млрд, из них **USD29,3** ОФЗ и рублевые еврооблигации, в 2014-2015 году гасится всего **USD8** млрд (тело+проценты), остальное после 2015

Велика вероятность, что вывод капиталов из России, не прекращавшийся ни на один год с 2009 года, не исчезнет и в ближайшем будущем. Счет текущих операций при ценах нефти USD60-90 за баррель обеспечит приток валюты в размере **USD30-50** млрд в год

Справка: на 01.09.14 размер наличных рублей в обращении эквивалентен **USD170** млрд по текущему курсу, размер рублевых счетов населения и предприятий в банках составляет около **USD570** млрд.

Невозможность рефинансировать долг при сохранении текущих тенденций и цен на нефть легко может «съесть» все свободные резервы к 2018 году

Денежно-кредитная политика – возможные альтернативы



Вид политики/цель таргетирования	Инструменты:	Типичная долгосрочная цель
Инфляция	Ставка по коротким, часто межбанковским, кредитам	ИПЦ
Уровень цен	Ставка по коротким, часто межбанковским, кредитам	ИПЦ
Денежные агрегаты	Динамика денежного агрегата (предложения денег)	ИПЦ
Обменный курс	Текущий обменный курс	Текущий обменный курс
Металлический стандарт	Текущая цена металла	Динамика цен относительно стоимости драгметалла, количество металла в запасах ЦБ
Смешанные цели политики	Обычно ставки по коротким кредитам	Обычно безработица и ИПЦ

Лучшая из опробованных центробанками мира альтернатив – инфляционное таргетирование

Таргетирование инфляции – кто практикует



Страна	Год перехода	Комментарий
Новая Зеландия	1990	Пионер инфляционного таргетирования со значимым сырьевым сектором
Чили	1991	Первый пример в Латинской Америке
Канада	1991	Экономика со значимым сырьевым сектором
Израиль	1991	Малая открытая экономика в недружественном окружении
Великобритания	1992	ЦБ отказался от таргетирования обменного курса после спекулятивных атак
Швеция	1993	ЦБ отказался от таргетирования обменного курса после спекулятивных атак
Еврозона		Регион состоящий из отличающихся самостоятельных экономик
Австралия	1994	Сохраняли как множественность целей, так и непрозрачность коммуникации
Чехия	1998	Первая страна с сырьевой экономикой
Ю. Корея	1998	Одна из самых высокотехнологичных экономик Азии
Бразилия	1999	Страна весьма похожа на Россию и размерами и структурой и динамикой
Ю.Африка	2000	Экономика, сильно зависящая от сырья
Мексика	2001	Развивающаяся экономика зависящая от сильного торгового партнера
Норвегия	2001	Экономика со значимым сырьевым сектором
Индонезия	2005	Экономика со значимым энергетическим сырьевым сектором

С таргетирования курса на таргетирование инфляции переходили, обратно – примеров нет

Вектор денежно-кредитной политики ЦБ 2008-2013



Алексей Улюкаев первый зампред ЦБ, публичные выступления

19.09.2011 года (форум Сочи, в коридоре журналистам):

«Нет никакого основания считать переоцененным или недооцененным курс рубля. Мы не таргетируем курс, он складывается на основе предпочтений инвесторов».

Из интервью газете Московские Новости 12.07.2011:

—Алексей Валентинович, вы сторонник инфляционного таргетирования. В 2008 году вы говорили, что через два-три года, максимум в 2011 году, ЦБ может перейти к этому комплексу мер управления инфляцией. Так мы дожили до этого?

— И да, и нет... Мы никогда не откажемся от элемента валютных интервенций, но мы не будем их направлять на поддержание определенного валютного курса. Рынок сам решает, какой курс... И наши усилия направлены на это— гасить волатильность... На сегодняшний день мы прошли очень большой путь. С точки зрения элементов курсовой политики, мы практически находимся в состоянии свободного плавания.

ЦБ уже давно пытается публично и непублично уйти от таргетирования обменного курса. Пора, наконец, оторвать от земли и вторую ногу.

Таргетирование инфляции – условия для перехода



ЗА	ПРОТИВ
Успех стран, перешедших на режим инфляционного таргетирования ранее	Низкий уровень успешности в достижении предыдущих целей
Достаточно развитая экономика поддающаяся воздействию рыночных сил	Невысокий уровень понимания деятельности ЦБ экономическими агентами
Низкоинфляционная среда в мире и в России на протяжении нескольких лет	Нестабильная внешняя среда, возросший политический риск
Необходимость избежать эмиссионного финансирования вместо проведения реформ	Кризис с финансовом секторе и неспособность банковского сектора эффективно пропускать сигнал ЦБ
Необходимость повышения эффективности и независимости банков	Экономика находящаяся на грани рецессии
Сдерживающая бюджетная политика	Существенные риски ускорения инфляции в ближайшей перспективе

Худших условий для перехода, пожалуй, придумать сложно, но это не значит, что попытка однозначно обречена на провал

Таргетирование инфляции – что считать успехом



Подавляющее большинство стран таргетирующих инфляцию нередко строго не достигали своих точечных целей и периодически не укладывались в границы диапазонов, но подавляющем большинстве случаев, где режим вводился последовательно и серьезно удалось достигнуть:

1. Улучшения коммуникации и взаимопонимания ЦБ и остальных экономических агентов;
2. Снижения инфляции и плавного увеличения ее предсказуемости, снижения, инфляционных ожиданий;
3. Снижения стоимости заимствований (спредов к эталонам) в национальных валютах;
4. Большой стабильности показателей экономического развития в долгосрочной перспективе.

К сожалению, добиться более низкой инфляции удавалось только за счет ухудшения показателей занятости и выпуска в краткосрочной перспективе, объявить о переходе на новый режим будет недостаточно, ради улучшений ЦБ придется немало потрудиться.

Даже если цель в 4% не будет строго достигнута изменения сопровождающие смену режима могут позитивно сказаться на отношении к ЦБ и на экономике в будущем, что, безусловно, уже является шагом вперед, а значит, успехом