

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА: СТЕПЕНЬ ВМЕШАТЕЛЬСТВА В ПРОЦЕСС КУРСООБРАЗОВАНИЯ И ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ЭКОНОМИКИ

Согласно традициям, практике, экономической теории и законодательству основной задачей, стоящей перед современными центральными банками, является контроль и регулирование денежных и финансовых потоков в экономике с целью обеспечения стабильной стоимости национальной валюты, т. е. низкой и ровной инфляции. Такая задача максимально отвечает интересам экономики и возможностям самих денежных властей.

Во многих случаях центральные банки также несут ответственность за проведение политики валютного курса, суть которой состоит в установлении или воздействие на динамику курса национальной валюты по отношению к иностранным. Помимо этого они могут выполнять целый ряд дополнительных функций.

Не все задачи, которые призван решить центральный банк, являются для него равно важными: некоторые имеют приоритет над другими, и эти приоритеты могут со временем меняться. Кроме того, цели далеко не всегда оказываются согласованными, и тогда перед денежными властями встает задача нахождения компромисса между ними. С этой проблемой сталкиваются все центральные банки: антиинфляционная политика может вступать в конфликт со стремлением обеспечить низкий уровень безработицы или поддержать банковскую систему, или повысить за счет искусственного занижения реального курса национальной валюты конкурентоспособность отечественной продукции на внешнем и внутреннем рынках.

Последняя ситуация, в частности, характерна для стран с высоким уровнем открытости экономики (т. е. ориентированных на экспорт и имеющих значительную долю импортной составляющей в потреблении). К их числу может быть отнесена и Россия. Не случайно, параллельно с основной задачей поддержания низкого уровня инфляции перед Центральным банком России всегда стояла задача регулирования динамики обменного курса. Вплоть до недавнего времени эта двойственность даже была закреплена законодательно. В предыдущей редакции закона «О Центральном банке» в качестве основной цели деятельности Банка России была заявлена «защита и обеспечение устойчивости рубля, в том числе его покупательной способности и курса по отношению к иностранным валютам».

Отметим, что после кризиса количественные ориентиры (как это было в 1995-1998 гг. – в период действия валютного коридора) отсутствовали, тем не менее, курсовая политика имела четкую направленность и, более того, на протяжении большей части времени играла первостепенную роль. На первом этапе две цели – снижение инфляции и ограничение темпов реального укрепления рубля – не вступали в явное противоречие друг с другом и Центральному банку удавалось находить между ними разумный компромисс. В 1999-2000 гг. темпы инфляции уверенно снижались, составив 36% и 21% соответственно против 84% в 1998 г. Одновременно, Банк России смог удержать национальную валюту от резкого укрепления – закономерного, учитывая двукратное ослабление по итогам 1998 г и резко выросшие цены на нефть.

И все же конфликт между денежно-кредитной политикой и валютной присутствовал. Состояние платежного баланса предполагало достаточно

выраженное укрепление рубля. Между тем, доминирующим было мнение о том, что низкий курс национальной валюты, обеспечивающий высокую конкурентоспособность российских производителей внутри страны и за её пределами, является одним из ключевых факторов экономического роста и в задачу денежных властей вменялось поддержание такой ситуации. Противодействие рыночным механизмам курсообразования требовало от Банка России активного присутствия на валютном рынке в качестве нетто-покупателя иностранной валюты. Проблема заключалась в том, что проведение масштабных операций по наращиванию резервов в сочетании с отсутствием в распоряжении денежных властей действенных инструментов стерилизации¹ имело нежелательный эффект в виде интенсивного роста денежных агрегатов, что автоматически вело к ускорению инфляции.

Центральный банк неоднократно делал заявления о приоритетности борьбы с инфляцией. В отношении регулирования динамики обменного курса его официальная позиция была скорее сдержанной: препятствуя повышательному давлению на рубль со стороны рекордно высоких цен на нефть - фактора, носящего, по мнению большинства экспертов, временный характер, Банк России допускал его укрепление в соответствии с динамикой фундаментальных показателей.

На практике, однако, масштабы вмешательства Центрального банка в динамику обменного курса оказывались более значительными, чем это предполагалось задачей простого сглаживания резких колебаний. Валютная политика, как правило, находилась в центре внимания денежных властей, в то время как регулирование денежной сферы и динамики инфляции носили производный характер.

Анализ поведения Центрального банка в посткризисный период, сделанный на основе результатов оценивания правила денежно-кредитной политики, дают основания предположить, что масштабы вмешательства Центрального банка в динамику обменного курса не ограничивались сглаживанием колебаний, а зачастую оказывались более значительными. На это же указывает относительная плавность изменения обменного курса и динамика золотовалютных резервов.

Возникает вопрос, насколько оправдана такая политика? С одной стороны, низкая волатильность обменного курса имеет безусловный положительный эффект на экономику и, в частности, на инфляцию и ВВП. С другой стороны, длительное воздействие на уровень реального курса национальной валюты не всегда целесообразно. Укрепление рубля, которому так активно противодействовал Центральный банк, имеет свои преимущества: во-первых, снижает относительные цены на импортные товары, во-вторых, уменьшает издержки российских производителей при использовании импортных сырья, комплектующих и оборудования, и, в-третьих, увеличивает покупательную способность внутреннего спроса. Кроме того, реальное укрепление рубля вызывает переток ликвидных ресурсов от секторов, более подверженных международной конкуренции, к секторам, менее подверженным такой конкуренции. Соответственно, его эффект на выпуск отрасли может быть как положительным, так и отрицательным.

ЭЭГ было проведено предварительное исследование, в процессе которого выяснилось, что в целом от укрепления реального обменного курса

¹ Одной из основных причиной этому было кризисное состояние рынка государственного долга после августовских событий 1998 г.

выигрывают производители, ориентированные на внутренний рынок, не испытывающие слишком сильной конкуренции со стороны импорта и активно использующие в производстве импортные компоненты. Проигрывают же экспортеры. Производство услуг и строительство, которые являются классическими примерами неторгуемых товаров, конечно же, выигрывают от укрепления рубля.

Но даже для тех отраслей, эластичность выпуска которых отрицательна по реальному обменному курсу, изменение экзогенных факторов, ведущее к укреплению рубля, может в итоге иметь положительный эффект на выпуск в силу роста совокупного внутреннего спроса. В частности, снижение реального обменного курса вследствие роста резервов ведет к весьма ощутимому сокращению выпуска, зафиксированному как в обрабатывающих, так и в экспорто-ориентированных отраслях, и потому может быть признано нежелательным.

Два сделанных выше предположения относительно:

- степени вмешательства Центрального банка в динамику обменного курса и
- характера воздействия политики денежных властей на основные макроэкономические показатели

и были проверены в рамках данной работы.

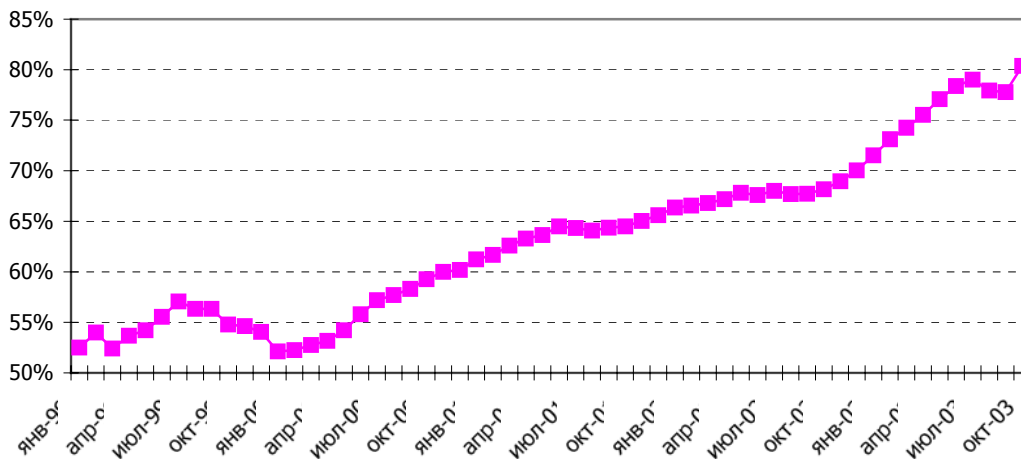
В первом случае ряд, характеризующий динамику реального обменного курса, был разложен в соответствии с процедурой представления нестационарного ряда, предложенной Бевериджем и Нельсоном в 1981 году. Идея ее состоит в следующем: взятием разностей ряд приводится к стационарному, после чего для стационарного ряда строится ARMA модель, на основе остатков которой формируется переходная компонента, которая и связывается с политикой регулирующего органа – центрального банка. Различие между реальным рядом и переходной компонентой формирует фундаментальную компоненту, которая является нестационарным случайным блужданием и описывает рыночную тенденцию.

В случае России разложение ряда рубль/доллар позволило явным образом выделить компоненту, отражающую вмешательство Центрального банка. Примечательно, что попытки выявить ее в реальном курсе национальной валюты к евро или, например, йене оказались гораздо менее успешными. Это еще раз подтверждает тот факт, что определяющим является соотношение рубля и доллара и Центральный банк корректирует именно этот обменный курс. Валютная структура торгов также свидетельствует в пользу доллара: на последний приходится свыше 95% всех сделок. Что касается динамики обменного курса рубля к евро, то она формировалась под воздействием конъюнктуры рынков рубль/доллар и доллар/евро.

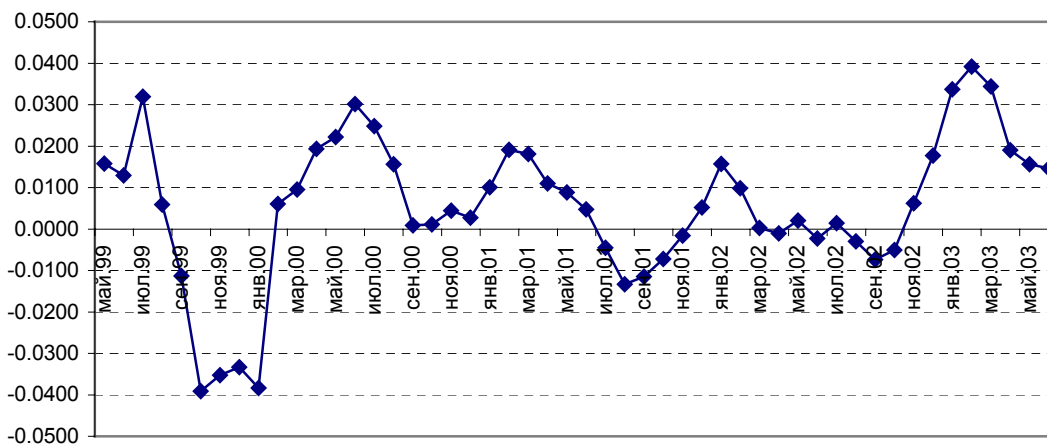
После применения вышеописанной процедуры к ряду реального обменного курса рубля к доллару² с января 1999 по июнь 2003 года позволяет представить динамику реального наблюдаемого обменного курса в следующем виде:

² Реальный курс образован на основе следующих данных: усредненный помесечный номинальный курс ЦБ рубля к доллару, поквартальная инфляция в США (источник IMF: IFS), инфляция на конец месяца, ГКС

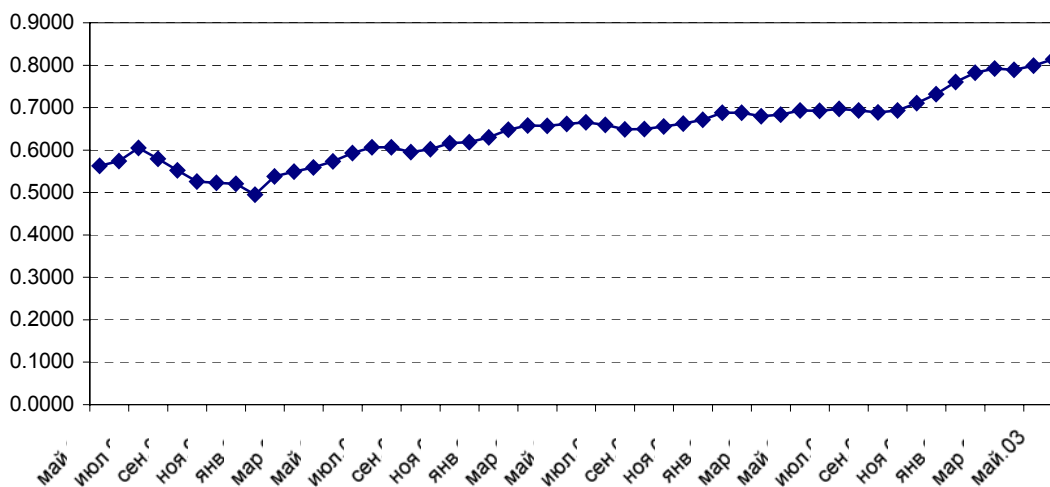
Динамика реального обменного курса рубля к доллару США



переходная компонента реального обменного курса



фундаментальная компонента реального обменного курса



Положительные значения переходной компоненты свидетельствуют о том, что в этот период Центральный банк проводил активную политику по сдерживанию роста реального курса рубля, соответственно обесценивал его,

наращивая иностранные резервы. Отрицательные значения, напротив, говорят о том, что денежные власти явно противодействовали ослаблению рубля

Для формирования ряда переходной компоненты реального обменного курса рубля к доллару США использовалось следующее уравнение:

$$d(rer) = 0.002688 + \varepsilon_t + 0.784922 * \varepsilon_{t-1} + 0.665701 * \varepsilon_{t-3} + 0.393455 * \varepsilon_{t-4} + 0.577888 * \varepsilon_{t-5}$$

(1.46) (5.33) (4.19) (2.38) (3.54)

$$R^2 = 0.57 \quad AIC = -7.56 \quad BIC = -7.37 \quad DW = 1.8$$

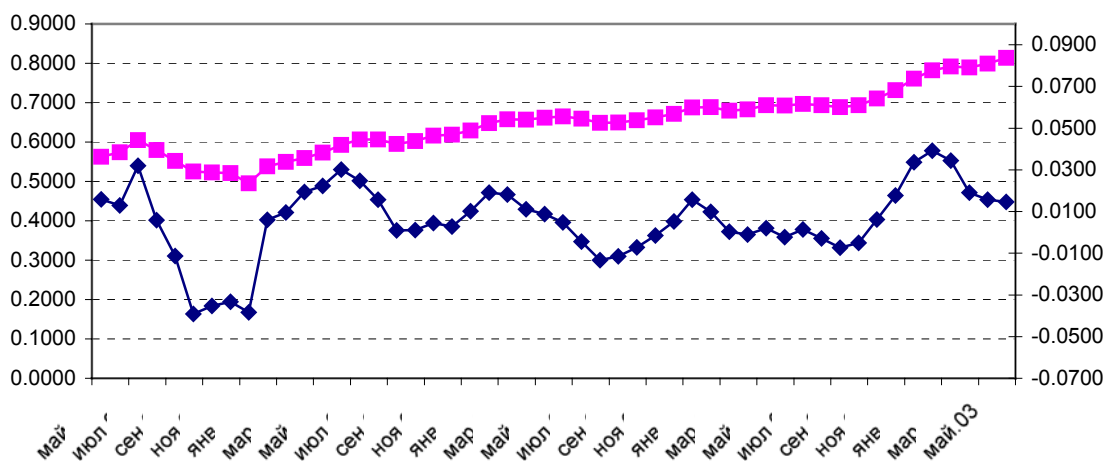
где:

$d(rer)$ - прирост реального обменного курса

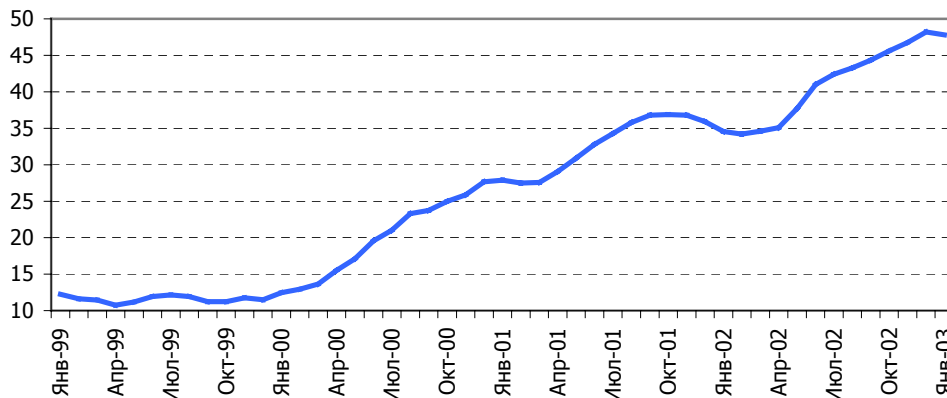
ε_{t-i} - случайные остатки

Влияние политики очень легко заметно при отображении рядов реального курса и фундаментальной компоненты на одном графике. В целях сопоставления ниже приведена динамика золотовалютных резервов:

фундаментальная и переходная компоненты реального обменного курса



Валовые международные резервы РФ (млрд. долл.)



Несложно выделить несколько периодов активного и вмешательства Центрального банка в процесс курсообразования. Периодами искусственного замедления рыночных (или естественных) темпов укрепления национальной валюты являются следующие:

1. с февраля-марта 2000 года по октябрь 2000 года;
2. с декабря 2000 года по июль 2001 и
3. с ноября 2002 года по июнь 2003

Периоды ускоренной ревальвации, напротив, были отмечены:

1. с сентября 1999 по февраль 2000 и
2. с августа 2001 по ноябрь 2001

Итак, наиболее активно участие Центрального банка в процессе формирования обменного курса отмечалось с сентября 1999 года по октябрь 2000, с января 2001 по ноябрь 2001 и с ноября 2002 по июнь 2003. Примечательно, что за два периода с февраля 2000 по сентябрь 2000 (7 месяцев) и с ноября 2002 по июнь 2003 (8 месяцев) золотовалютные резервы возросли на 11 млрд. и 19 млрд. долларов соответственно. Эти показатели в полтора-два раза превышают среднемесячную норму увеличения золотовалютных резервов на всем посткризисном отрезке (с мая 1999 года по июнь 2003 золотовалютные резервы ЦБ России выросли с 12 до 64 млрд. долларов, что дает в среднем не порядка 1 млрд. долларов в месяц).

Для сравнения, за все время искусственного завышения реального обменного курса рубля по сравнению с рыночным в резервы набрано всего 2.5 млрд. долларов. С августа по ноябрь 2001 года (4 месяца) не более 1.5 млрд. и с сентября 1999 по февраль 2000 (6 месяцев) - 1 млрд. долларов.

Очевидно, что действия Центрального банка на валютном рынке имели своей целью не только сгладить краткосрочные колебания номинального курса, но и воздействовать на динамику реального курса, обеспечивая его плавное изменение в среднесрочной перспективе.

Вторая часть исследования, как уже было отмечено выше, была посвящена оценке влияния политики Центрального банка в отношении обменного курса на инфляционные процессы. Выводы делались на основе результатов регрессионного анализа, которые приведены ниже.

Для начала авторы воспользовались тестом Грэнджера, который с вероятностью ошибки 10% подтвердил гипотезу о том, что переходная компонента могла быть причиной инфляции. Следует отметить, что гипотеза о том, что динамика потребительских цен была причиной для действий Центрального банка на валютном рынке также не была отвергнута. Это может означать тот факт, что валютная политика Банка России, с одной стороны, оказывала влияние на инфляцию, с другой стороны, вырабатывалась, в определенном соответствии с динамикой цен потребительского рынка. Такое положение дел вполне обосновано, учитывая, что формально конечной целью денежно-кредитной политики Центрального банка было снижение темпов инфляции и именно по данному показателю оценивалась эффективность работы последнего.

В любом случае, результаты теста позволили использовать переходную компоненту в качестве регрессора в уравнении для инфляции.

$$CPI_SA = 0.89 + 16.09 \cdot TRANSITORY_RER - 0.32 \cdot D - 10.96 \cdot D \cdot TRANSITORY_RER + 0.38 \cdot CPI_SA(-1)$$

(6.36) (5.32) (-2.55) (-1.77) (4.57)

$$R^2 = 0.70 \quad DW = 2.09$$

Где:

D - неявная переменная принимающая значение 1 после мая 2002 года и характеризующая смену председателя ЦБ (имела место в марте 2002 года),

TRANSITORY_RER - переходная компонента политики ЦБ.

На всем временном интервале наблюдается положительная и устойчивая взаимосвязь между политикой Центрального банка и инфляцией. Отметим, что с назначением на пост Председателя Банка России Сергея Игнатьева (сменившего Виктора Геращенко) чувствительность инфляции к курсовой политике снизилась. Одной из возможных причин 'тому является существенное расширение с конца 2002 года набора инструментов денежно-кредитного регулирования, позволившее Центральному банку значительно повысить контроль над состоянием денежного рынка и соответственно динамикой инфляции.

В целом следует признать, что политика искусственного занижения реального обменного курса (сдерживания удорожания) является инфляционной, т. е. ведет к повышению темпов роста потребительских цен. Эластичность инфляции по переменной политики Центрального банка колеблется от 0.1 до 0.4 в зависимости от периода. Переходная компонента отражает интенсивность вмешательства Банка России в торги на валютном рынке. Соответственно, ее увеличение на 1% говорит о росте активности Центрального банка направленной на сдерживание реального удорожания рубля по отношению к доллару США (в области положительных значений компоненты или снижение усилий по стимулированию роста реального курса в области отрицательных значений компоненты). Согласно уравнению, полученному для инфляции (приведено выше), увеличение значений переходной компоненты на 1% приводило к росту инфляции на 0.1% - 0.3% (в зависимости от того, или нет влияние политики Центрального банка на динамику обменного курса в предыдущих периодах). Некоторые выводы о том, насколько же сильно политика, проводимая ЦБ, сказалась на реальной инфляции по состоянию на июнь 2003 года, будут сделаны позднее.

Что касается других основных макроэкономических показателей, то нам не удалось обнаружить никакой значимой связи между валютной политикой денежных властей и изменением промышленного производства, инвестициями в основные средства (капитальные активы) и объемами экспорта.

Вместе с тем, было получено, что курсовая политика существенным образом влияет на динамику реальных доходов населения и розничной торговли. Как и следовало ожидать, политика, направленная на реальное обесценение рубля уменьшает денежные доходы граждан, что, в свою очередь, отрицательно сказывается на покупательной способности последних. При этом, как и в случае инфляции, наблюдается существенное ослабление зависимости доходов от политики Центрального банка на валютном рынке с приходом нового Председателя.

Регрессии, описывающие эти зависимости следующие:

Рост реальных денежных доходов населения:

$$hh_gr = 0.010281 - 0.185013 * transitory_rer$$

$$(13.2) \quad (-4.33)$$

$$R^2 = 0.28 \quad AIC = -7.62 \quad BIC = -7.54 \quad DW = 0.32$$

где:

hh_gr - темпы роста реальных денежных доходов населения

Еще раз обратим внимание на то, что в последние полгода-год степень взаимосвязи существенно изменилась, что несложно заметить из уравнения, построенного для периода с середины 1999 года по середину 2002 года:

$$hh_gr = 0.009319 - 0.299745 * transitory_rer$$

$$(14.8) \quad (-8.31)$$

$$R^2 = 0.66 \quad AIC = -8.25 \quad BIC = -8.16 \quad DW = 0.82$$

Уравнение для розничной торговли выглядит следующим образом:

$$ret_tr_gr = 1.007666 - 0.079540 * trans_rer + 0.090861 * trans_rer(-5)$$

$$(3113.47) \quad (-4.28) \quad (4.64)$$

$$R^2 = 0.63 \quad AIC = -9.55 \quad BIC = -9.43 \quad DW = 0.78$$

где:

ret_tr_gr - рост оборота розничной торговли

$trans_rer$ - переходная компонента политики Центрального банка

Характер зависимости говорит о негативном, хотя и слабом (эластичность меньше 1) влиянии на реальные доходы населения политики Банка России. Влияние же на розничную торговлю не может быть точно определено, поскольку негативное моментальное влияние компенсируется позитивным воздействием с лагом в 5 периодов, эта зависимость, в принципе, представляет интерес и может быть целью дальнейшего изучения.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что влияние курсовой политики Банка России на указанные выше макроэкономические показатели в целом было достаточно заметным и не всегда желательным.

В дополнение нам кажется важным прокомментировать выводы, полученные при оценке степени воздействия Центрального банка на инфляцию. Для начала отметим, что сама переменная политики изменяется в довольно широком диапазоне, и, в частности, за период с ноября 2002 г. по июнь 2003 г. (проведение политики реального обесценения рубля) переходная компонента возросла в 2,35 раза, а в феврале это отношение было шестикратным. Используя, полученные из уравнения, значения эластичности (0.1 на июнь 2003 года), выходит, что ЦБ ответственен за 1-1.6 процентных пункта инфляции от ее фактического значения (7.9% в июне 2003 года). Таким образом, вплоть до 20% суммарной инфляции было обусловлено проведением последовательной политики искусственного занижения реального обменного курса.

Вместе с тем, упрекать Центральный банк в излишней активности на валютном рынке, подразумевая, что следствием стал ускоренный рост денежного предложения и инфляции, а также более медленный рост реальных доходов населения, вряд ли стоит. Давление на рубль и потенциал реального укрепления на самом деле были чрезмерно высокими и интервенции Банка России в этот период были полностью оправданы. В их отсутствии

единовременный рост курса национальной валюты мог быть излишне резким и опасным для экономики.

Отметим, что дальнейшие усилия должны быть направлены на выявление характера и интенсивности влияния курсовой политики на темпы экономического роста (как в целом, так и в разрезе отраслей). Центральному банку, в свою очередь, имеет смысл уточнить свою позицию в отношении регулирования поведения обменного курса и оценить последствия, связанные с его действиями на валютном рынке.