

ПРАВИЛА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ¹

АННА ВДОВИЧЕНКО, ВИКТОРИЯ ВОРОНИНА

Экономическая экспертная группа

Доклад посвящен проблеме правила денежно-кредитной политики Банка России. Прежде всего, необходимо пояснить, что такое правило денежно-кредитной политики, затем описать, какие гипотезы принимались нами во внимание при оценке правила, как мы его оценивали, и что у нас получилось.

Эффективному выполнению Центральным банком своих функций во многом способствует проведение политики, основанной на четких принципах, т.е. такой политики, которая была бы ориентирована на достижение заданных целей и предусматривала вполне определенную реакцию на стандартные ситуации. Исследования, проведенные для различных стран, подтвердили, что на практике центральные банки действительно во многом следуют некоторому набору предопределенных заранее правил, реагируя на различные шоки макроэкономики. Таким образом, фактически, во многих странах денежные власти сделали свой выбор в проблеме «правила» против дискреционной политики, в пользу первого принципа.

Итак, фактически многие центральные банки следуют определенным формальным правилам. Объяснений этого факта может быть несколько.

Со стороны теории, Kydland and Prescott (1977) утверждают, что центральные банки, следуя «правилу», будут достигать меньшей инфляции, чем в случае, когда их политика является дискреционной. Все мы знаем существование, в рамках некоторых предположений, компромисса в выборе денежно-кредитной политики между инфляцией и уровнем экономической активности, т.н. кривую Филлипса. Действительно, в условиях рациональных ожиданий, в среднесрочном периоде денежные власти в среднем не могут способствовать большему экономическому росту, не порождая большей инфляции. Однако в каждом отдельном периоде Центральный банк может поддаться искушению стимулировать экономический рост выше потенциального и неожиданно смягчить денежно-кредитную политику. Как следствие, в условиях рациональных ожиданий, в среднесрочной перспективе в среднем подобная политика будет порождать большие темпы инфляции при тех же показателях роста. Решения проблемы подобной «дискреционной» политики можно добиться, если поведение центрального банка будет ограничено неким «правилом». Более того, согласно Barro and Gordon (1983), с

¹ Исследование поддержано Консорциумом экономических исследований и образования, грант №02-230.

использованием правила денежно-кредитной политики можно добиться большего и быстрее снижения инфляции, используя роль репутации ЦБ и, формируя таким образом более благоприятные для снижения инфляции ожидания агентов.

С другой стороны, на практике наличие правила не подразумевает жесткое его выполнение. Как было указано McCallum (1997), поведение, похожее на предопределенное правилом, просто предлагает применение на некоем множестве периодов более простого метода принятия решений, который бы следовал некоей стандартной формуле определения значения инструмента в качестве альтернативы динамической оптимизации в каждом периоде.

Другими словами, правило денежно-кредитной политики было задумано как достаточно простая формула, которая явным образом задает некое значение инструмента, при условии сохранения колебаний динамики целевых переменных вблизи определенных целевых траекторий.

Классическим является простое правило Тэйлора (1993):

$$R_t = r + \Delta p_t + \alpha_1(\Delta p_t - \pi^*) + \alpha_2 y_t^{\text{gap}}$$

В простом правиле Тэйлора ставка центрального банка линейно зависит от отклонения фактической или ожидаемой инфляции и фактического или ожидаемого выпуска от своих целевых значений (т.е. некоей меры отклонения выпуска от потенциального уровня, либо тренда). Наиболее привлекательной целевой переменной для денежных властей является инфляция. Другой традиционно используемый ориентир - это размер агрегированного потребления, такой, как ВВП, или вообще уровень экономической активности. В качестве инструмента в стандартном случае берется краткосрочная ставка процента.

Итак, основная задача, стоявшая перед авторами данной работы, заключалась в том, чтобы попытаться выяснить, существует ли подобное правило в случае России. Какими целями руководствуется Банк России на практике при регулировании денежной сферы? Совпадают ли они с декларируемыми? Какая из них является приоритетной по факту? На эти вопросы мы попытались ответить, используя эконометрическую оценку «правила денежно-кредитной политики» и опираясь на его характеристики.

Российский случай, конечно, отличается от классической ситуации развитых экономик, что нашло свое отражение в форме оцениваемого правила. Первое отличие от стандартного подхода состояло в выборе инструмента (оперативной цели) денежной политики. Большинство центральных банков используют в качестве инструмента процентные ставки по своим операциям. В случае Банка России учетная ставка имеет во многом номинальный статус, поскольку механизм рефинансирования на практике не

работает и Центральный банк пока не стремится его задействовать. В целом вплоть до недавнего времени процентная политика имела ограниченный формат и была низкоэффективной. Промежуточной же целью служил показатель денежной массы, оперативной целью - денежная база.

Кроме того, в качестве расширения стандартного подхода, при котором в целевую функцию центрального банка входят инфляция и выпуск, в рассмотрение был включен также обменный курс. Такое решение обусловлено чрезвычайно сильным воздействием динамики последнего на состояние денежной сферы в России. Несмотря на принятие режима плавающего валютного курса, на всем протяжении пост-кризисного периода Банк России продолжал тщательно отслеживать динамику обменного курса, и валютная политика сохранила свое определяющее значение.

Третьей особенностью России является резкое изменение принципов и условий осуществления денежно-кредитной политики в результате кризиса августа 1998 г. Поэтому временной интервал исследования был ограничен пост-кризисным периодом 1999-2003 гг.

Итак, мы получили вид оцениваемой модели.

$$b_t = (1 - \rho)\alpha + (1 - \rho)\beta(\pi_{t,k} - \pi^*_{t,k}) + (1 - \rho)\gamma(y_{t,q} - y^*_{t,q}) + (1 - \rho)\delta(\text{rer}_{t,l} - \text{rer}^*_{t,l}) + \rho b_{t-1} + \xi_t$$

где b_t – значение инструмента денежно-кредитной политики, $\rho \in (0,1)$ – индикатор степени сглаживания изменений инструмента, α – желаемое или долгосрочное значение инструмента денежно-кредитной политики при том условии, что инфляция, экономическая активность и реальный курс находятся на своих целевых уровнях, $\pi_{t,k}$ обозначает средний темп роста цен между периодами t и $t+k$; π^* - декларируемое Центральным банком целевое значение инфляции на этот период; $y_{t,q}$ – средний темп роста реального ВВП или другого показателя экономической активности от значений периода t к $t+q$; y^* - целевое значение роста экономики для этого промежутка времени; $\text{rer}_{t,l}$ – средний темп роста реального курса от периода t к $t+l$; rer^* - целевое укрепление/обесценение национальной валюты за этот период, ξ_t - экзогенный шок с нулевым средним.

Эмпирическая оценка правила, описывающего поведение Банка России, проводилась с использованием альтернативных методов. Подобный подход к проблеме был связан с тем, что каждый отдельно взятый метод характеризовался рядом серьезных недостатков. Частично они были связаны с ограничением количества наблюдений, а также недостатком и, в отдельных случаях, низким качеством информации. Таким образом, полученные только одним методом результаты могли быть довольно грубыми или даже

неверными. Применение различных методологий давало возможность проверить справедливость оценок и сделать объективные выводы.

В первой части нашего исследования мы использовали стандартный подход к оценке правила денежно-кредитной политики: обобщенный метод моментов и метод наименьших квадратов.

В результате мы получили следующее уравнение зависимости роста денежной базы от отклонений целевых переменных от своих целевых траекторий, которое обладает хорошими статистическими свойствами:

$$\Delta VM = 11 - 0.1 * \pi^{\text{gap}} - 0.1 * \Delta Y^{\text{gap}} + 0.3 * \Delta RER^{\text{gap}} + 0.7 * \Delta VM_{-1}$$

Знак коэффициентов при инфляции и переменной активности экономики отрицательный, что соответствует теории и указывает на то, что реакцией Банка России на ускорение темпов инфляции и отклонение темпов роста экономики от целевого показателя является сокращение темпов расширения денежного предложения, т.е. ужесточение политики. При переменной, характеризующей динамику реального обменного курса знак, напротив, положительный, что также является адекватным. При увеличении темпов реального укрепления Банк России допускает смягчение своей политики, что ведет к росту объема свободных рублевых средств на рынке, и далее спроса на иностранную валюту. В конечном итоге темпы номинального обесценения рубля ускоряются, реального укрепления – замедляются.

Далее мы построили функцию реакции ЦБР в виде системы двух уравнений, отражающих согласованную динамику таких инструментов денежно-кредитной политики, как интервенции на валютном рынке и операции по стерилизации избыточной ликвидности. Моделирование правила в виде системы, описывающей поведение интервенций и стерилизации, является четвертой особенностью нашего исследования. Следует отметить, что оценка правила в подобной форме пока не имеет аналогов в мировой практике.

$$\text{IntervNet} = 8.1 * \Delta RER^{\text{gap}}$$

$$\text{SterGovCB} = 0.1 * \text{Interv} + 1.2 * \pi^{\text{gap}} + 3.6 * \Delta Y^{\text{gap}}$$

Переменная интервенций, в процентах от денежной базы, реагирует только на колебания реального валютного курса, стремясь их стабилизировать по отношению к долгосрочному тренду: если национальная валюта укрепляется слишком быстрыми темпами, Банк России предъявляет дополнительный спрос на валюту на открытом рынке, наращивая золотовалютные резервы, что приводит к снижению темпов укрепления рубля. По нашим оценкам, фактически инструмент стерилизации избыточного роста денежной массы направлен на сглаживание колебаний инфляции и выпуска, т.е. превышение роста

потребительских цен над планируемым коррелирует с ростом остатков на счетах в Банке России как со стороны коммерческих банков, так и органов государственного управления. С другой стороны, когда соответствующая индикативная переменная демонстрирует затухание экономической активности, интенсивность стерилизационных операций снижается. Наконец, объем стерилизации пропорционален объему интервенций.

Таким образом, расчеты показали, что денежно-кредитная политика Банка России на протяжении пост-кризисного периода, несмотря на сложность ситуации и действие многих факторов, в общем, не была дискреционной, а напротив, носила вполне четкую направленность. Естественно, мы не утверждаем, что Центральный банк в процессе принятия решений даже приблизительно руководствовался полученными нами правилами. Однако устойчивость соотношений в различных спецификациях позволяет с уверенностью заявлять, что при проведении политики денежные власти ориентировались на целевые значения трех основных показателей – инфляции, уровня экономической активности и обменного курса. Такой подход соответствует теории и практике денежно-кредитного регулирования, однако, в некоторой степени противоречит официальным заявлениям денежных властей о приоритетности борьбы с инфляцией.

Особенностью России является тот факт, что, вплоть до недавнего времени, основными инструментами денежно-кредитного регулирования выступали, с одной стороны, интервенции Центрального банка на валютном рынке, а с другой, стерилизационные мероприятия денежных властей. Ситуация при этом осложнялась тем, что последнюю функцию с разной интенсивностью в разное время выполняли Банк России и бюджет. Возможность с помощью указанных операций регулировать уровень ликвидности в экономике и влиять на темпы инфляции, как правило, оказывалась низкой. Анализ динамики денежной базы показывает, что изменения последней действительно отличались неравномерностью. Наше исследование подтверждает, что для повышения эффективности денежно-кредитной политики Банку России необходимо расширять набор инструментов и увеличивать роль процентных ставок.

Определенные шаги в указанном направлении уже были сделаны. Однако до сих пор Центральному банку не удавалось в полной мере использовать вновь введенные в практику инструменты. Тем не менее, 2003 год в определенном смысле можно считать переломным.

Еще одной особенностью российской ситуации является тот факт, что в дополнение к двум основным целевым показателям – инфляции и ВВП, Центральный банк России при проведении своей политики принимает в расчет поведение обменного курса. Как следует из полученных зависимостей, динамика курса рубля является одной из

целевых переменных в правиле денежной политики и, более того, выступает определяющим фактором в уравнении, описывающем поведение Банка России на валютном рынке.

Такая ситуация характерна для стран с высоким уровнем открытости экономики, к которым может быть отнесена и Россия. Не случайно, параллельно с основной задачей поддержания низкого уровня инфляции перед Центральным банком России неизменно стояла задача регулирования динамики обменного курса.

Другое дело, что 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.

Результаты анализа, однако, позволяют сделать несколько иные выводы. Устойчивая и выраженная зависимость регулирующих действий Центрального банка от динамики обменного курса, и тот факт, что при оценивании системы уравнений для интервенций и стерилизации в отдельности оказалось, что именно валютная политика находилась в центре внимания денежных властей, в то время как регулирование денежной сферы и инфляции носило производный характер, дают основания предположить, что на практике масштабы вмешательства Центрального банка в динамику обменного курса не ограничивались сглаживанием колебаний, а зачастую оказывались более значительными.

Возникает вопрос, насколько оправдана такая политика? Зависимость темпов экономического роста от обменного курса является сложной и неоднозначной. Укрепления рубля, 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 изменяя структуру экономики. В общем, влияние укрепления рубля на выпуск, как минимум, является неоднозначным.

Согласно оценкам ЭЭГ, политика сдерживания укрепления рубля посредством наращивания резервов снижает внутренний спрос и скорее имеет отрицательный эффект в среднесрочной перспективе. Тем не менее, волатильность реального обменного курса негативно скажется на долгосрочном экономическом росте. Поэтому временные

колебания курса, связанные с краткосрочными изменениями капитальных потоков и мировых цен на нефть, необходимо сглаживать, ни в коем случае не допуская кризисов.

Итак, основные выводы, которые можно сделать по результатам настоящего исследования, состоят в следующем:

- Все методы дают сходные результаты: политика ЦБР в целом была направлена на снижение инфляции, поддержание экономического роста и сглаживание обменного курса.
- На протяжении 1999-2003 гг. регулирование Центральным банком денежного предложения носило активный характер, в то время как процентная политика была скорее адаптационной. В то же время практика показала, что эффективность управления динамикой денежной базы с использованием имевшихся инструментов оставалась относительно низкой. В связи с этим Центральному банку следует принять дополнительные меры по расширению набора инструментов денежно-кредитного регулирования и повышению роли процентных ставок с тем, чтобы повысить результативность своей работы и, в частности, усилить контроль над состоянием денежной сферы и динамикой инфляционных процессов.
- Несмотря на формально декларируемую приоритетность задачи снижения инфляции, на практике при проведении денежно-кредитной политики Банк России в значительной степени ориентировался на поведение реального обменного курса, явным образом сглаживая его динамику, а на отдельных этапах, возможно, воздействуя и на его уровень. При этом целесообразность активного вмешательства Центрального банка в динамику курса рубля может быть поставлена под сомнение. Сглаживание резких колебаний и обеспечение стабильной динамики валютного курса в долгосрочной перспективе, безусловно, остается в числе основных задач Банка России, но воздействие на равновесный уровень реального обменного курса с целью его занижения для повышения конкурентоспособности российской экономики едва ли является оправданным. Таким образом, Центральному банку имеет смысл еще раз оценить последствия, связанные с его действиями на валютном рынке, и уточнить свою позицию в отношении регулирования обменного курса.

Литература:

1. Barro, Robert J. and David Gordon (1983) Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics* 12, 101-121.
2. Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (1998) Monetary policy rules in practice: Some international evidence, *European Economic Review* 42(6): 1033-1067 or *NBER WP* 6254.

3. Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott (1977) Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy* 85, 473-492.
4. McCallum, Bennett T. (1997) Issues in the Design of Monetary Policy Rules, *NBER Working Paper* No.w6016.
5. Taylor, John B. (1993) Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference series on Public Policy* 39: 195-214.
6. Вдовиченко А.Г., В.Г. Воронина (2004) Правила денежно-кредитной политики Банка России, *Серия научных докладов Консорциума экономических исследований и образования* (в печати).