

02.03.2018

## Эффект Набиуллиной: как Центробанк изменил экономику России



Эльвира Набиуллина (Фото Ильи Питалева / РИА Новости)

### **Политика Центрального банка не только резко замедлила рост цен, но и укрепила макроэкономические механизмы.**

Один из самых горячо обсуждаемых в последнее время экономических вопросов — политика Центрального банка. С одной стороны, мы видим впечатляющее достижение, превосходящее все ожидания, — замедление инфляции до рекордно низких 2,5% (до сих пор минимальное значение годового индекса потребительских цен составляло 5,4%). С другой стороны, по мнению бизнеса и части экспертов, цена рекорда слишком велика: реальная, то есть измеренная по сравнению с инфляцией, стоимость денег настолько высока, что не позволяет экономике выйти из стагнации. Кто прав в этом споре?

Представляется, что обе стороны неоправданно сужают обсуждение, концентрируясь лишь на двух основных показателях. Разумеется, инфляция и ключевая процентная ставка очень важны для экономики, но даже вместе взятые они описывают не все воздействие политики ЦБ на экономику, а лишь вершину айсберга.

В наиболее общем виде задачу денежной политики можно определить как поддержание стабильных цен и полного использования производственного потенциала экономики (основных фондов и рабочей силы). Однако в развитых странах центральным банкам оказывается достаточно совсем небольшой коррекции ставки рефинансирования (нередко на половину или даже четверть процента), а в России в конце 2014 года пришлось повысить ключевую ставку с 10,5% до 17,0%, и курс доллара взлетел за полгода на 80%. Конечно, «продвинутые» страны способны мягко адаптироваться к внешним и внутренним шокам (изменению цен на нефть, повышению регулируемых государством тарифов или налоговых ставок и т. п.) во многом благодаря диверсификации экономики и развитой финансовой системе.

Однако важную роль играет и присущее этим странам высокое качество макроэкономических механизмов. Международный опыт свидетельствует о том, что переход к режиму инфляционного таргетирования, который был введен в России в конце 2014 года, не только снижает инфляцию, но и улучшает состояние макроэкономической среды. Есть ли признаки такого прогресса в нашей стране?

## Влияние на макроэкономику

Возьмем верхний слой макроэкономического айсберга. Цены производителей промышленной продукции выросли за 2017 год на 8,4%, что в три с лишним раза превышает рост потребительских цен. Это означает, что рост издержек лишь в небольшой степени трансформируется в рост потребительских цен, основная же часть импульса, идущего от издержек, гасится экономикой. Разумеется, цены производителей далеко не единственный фактор, определяющий индекс потребительских цен (ИПЦ), — не меньшую роль в его формировании играет динамика обменного курса.

Экспресс-анализ, проведенный Экономической экспертной группой, показывает, что эта зависимость также значительно (в 2–2,5 раза) ослабла. Если раньше повышение курса доллара на 10% в течение года приводило к повышению ИПЦ на 1,2–1,5%, то после перехода к режиму инфляционного таргетирования такое же удорожание доллара стало вызывать рост ИПЦ лишь на 0,5–0,7%.

Сам обменный курс, как и прежде, существенно реагирует на изменение цен на нефть. Однако и здесь реакция становится менее выраженной. Если в прежние годы падение цен на нефть на 10% вызывало повышение курса доллара на 4%, то сейчас, согласно результатам экспресс-анализа Экономической экспертной группы, сила связи вдвое снизилась — при таком же падении цен на нефть курс доллара повышается лишь на 2%.

Таким образом, политика Центрального банка не только резко замедлила рост цен, но и укрепила макроэкономические механизмы. А это означает, что в будущем поддержание инфляции на целевом уровне не потребует таких радикальных мер, как те, которые были введены три года назад и до сих пор не полностью сняты.

## Факторы доверия

За счет чего смягчается реакция экономики на шоки? Главное в том, что основная часть адаптации делегируется Центральному банку. Если участники рынка верят, что ЦБ быстро устранит последствия того или иного шока и восстановит стабильность, то им нет необходимости мгновенно реагировать самим. И тогда работники не требуют немедленного повышения зарплаты, производители не спешат повышать цены на свою продукцию и т. д.

Здесь мы подходим к самому основанию айсберга, на котором держится вся денежная политика, — факторам доверия к Центральному банку и его независимости. Именно эти условия в конечном счете определяют эффективность денежной политики, без них же никакие меры не дадут результатов. Думаю, что продолжающаяся критика политики ЦБ не учитывает того факта, что на первом этапе действия режима инфляционного таргетирования ему приходится решать двойную задачу: с одной стороны, количественную (снижать показатели инфляции), с другой стороны, качественную (завоевывать доверие участников рынка от банков и компаний до правительства и населения). Неудивительно, что этот этап требует от регулятора дополнительных усилий, которые могут показаться избыточными. Однако если при этом действительно удастся укрепить макроэкономические механизмы, то в дальнейшем потери с лихвой окупаются, поскольку новые шоки уже не потребуют столь жесткой реакции. В широком смысле нынешнюю политику ЦБ можно рассматривать как инвестиции в будущее качество макроэкономической среды. Уверен, что это едва ли не самые выгодные инвестиции в нашей стране.

Выше мы видели, что реакция российской экономики на шоки за последние годы стала заметно слабее. Можно ли говорить о том, что за это время укрепилось доверие к Центральному банку и его независимость? Доверие трудно измерить, однако понятно, что оно определяется прежде всего результатами — тем, удастся ли регулятору быстро достичь объявленных целей и затем

поддерживать их. Пятикратное снижение темпов инфляции за последние два года, несомненно, демонстрирует готовность и способность ЦБ обеспечивать ценовую стабильность.

Еще одна ключевая предпосылка приверженности регулятора своим целям — его независимость, то есть способность действовать, не поддаваясь давлению сверху, снизу или сбоку (если оно возникает). Экспресс-анализ в данном случае не требует эконометрических исследований, есть более простой и надежный тест. Если ЦБ хочет быть популярным, он корректирует свою политику в соответствии с пожеланиями и ожиданиями правительства, бизнеса и экономистов, хотя инфляция при этом почти всегда оказывается высокой и неустойчивой. Независимый ЦБ проводит политику, которую считает правильной, без оглядки на всеобщее недовольство, и добивается своих целей. Так что критика в адрес Банка России, которую мы наблюдаем в последние годы, — лучшее доказательство его независимости и залог будущей успешной денежной политики.