

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

Воронина¹ В.Г., Надоршин² Е.Р.

В статье анализируется валютная политика Центрального Банка Российской Федерации на протяжении 1999-2003 годов. С помощью разложения Бевеиджа-Нельсона месячный ряд реального курса рубля к доллару США разделяется на фундаментальную (нестационарную) и переходную (стационарную) компоненты, первая из которых ассоциируется с рыночной динамикой, вторая - с политикой Центрального банка на валютном рынке. С использованием методов регрессионного анализа определяется степень влияния курсовой политики Банка России на инфляцию и ряд других макроэкономических показателей. Делаются выводы об инфляционности валютной политики, даются поясняющие комментарии.

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 воздействии 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 встаёт 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

¹ Виктория Воронина – сотрудник Экономической Экспертной Группы, эксперт по денежно-кредитной политике.

² Евгений Надоршин – сотрудник отдела денежно-кредитной политики Института Открытой Экономики, аспирант ГУ ВШЭ.

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».

После кризиса 1998 года 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 доминирующую 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 инфляции³ 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 рубля 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. Его потенциал представлялся гораздо большим, чем это было целесообразно с точки зрения обеспечения плавной динамики курса рубля в среднесрочной перспективе, с одной стороны, и сохранения конкурентоспособности российских производителей — с другой. Поясним: благоприятная конъюнктура экспортных рынков рассматривалась как временное явление. Кроме того, низкий реальный обменный курс рубля, обеспечивавший конкурентоспособность отечественной продукции внутри и за пределами страны, принято было считать одним из основных факторов экономического роста. 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 стерилизации⁴ имело нежелательные последствия в виде интенсивного роста денежных агрегатов, что автоматически вело к ускорению темпов роста цен.

Банк России неоднократно делал заявления о приоритетности борьбы с инфляцией. На практике, однако, мало что менялось. Внимание Центрального банка по-прежнему оказывалось сосредоточено на валютном рынке. Последний на протяжении большей части 2000-2002 годов находился под влиянием избыточного предложения иностранной валюты⁵

³ Здесь и далее показатель инфляции основан на Индексе Потребительских Цен (ИПЦ)

⁴ Одной из основных причин этому было кризисное состояние рынка государственного долга после августовских событий 1998 г.

⁵ Исключение, как правило, составляли короткие периоды на рубеже годов, а также четвертый квартал 2001 – начало 2002 года. Тогда в результате трагических событий в Америке 11 сентября произошло резкое ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры, выразившееся в снижении деловой активности, росте рисков и

и «поддержание экономически целесообразной динамики курса рубля» требовало постоянного активного вмешательства Банка России в процесс курсообразования с целью ограничения повышательного давления на рубль со стороны рекордно высоких цен на нефть.

За счет масштабных покупок иностранной валюты Центральному банку удавалось в значительной мере нейтрализовать дисбаланс в спросе и предложении на валютном рынке и обеспечивать относительно умеренное укрепление рубля на 7-11% в год. По состоянию на начало 2003 года рубль оставался почти на 30% ниже докризисного уровня (июль 1998 года). Это давало российским производителям достаточный запас прочности с точки зрения конкурентоспособности.

К положительным последствиям такой политики можно отнести и ускоренный рост золотовалютных резервов Центрального банка. Уже по итогам 2000 года объем резервов не только достиг предкризисного уровня, но и превысил абсолютный максимум, зафиксированный в середине 1997 года (24,5 млрд. долларов). За 2001-2002 годы резервы увеличились еще на 20 млрд. долларов и по данным на конец 2002 года составили 48 млрд. долларов.

Вместе с тем, эффективность антиинфляционной политики денежных властей оказывалась низкой. Темпы прироста цен потребительского рынка снижались, но медленнее, чем этого бы хотелось. Итоговые значения инфляции каждый год оказывались выше целевых показателей, закладываемых в *Основных направлениях денежно-кредитной политики* и *Законе о бюджете*. Между тем, факт негативного влияния инфляции на инвестиции, экономический рост и уровень благосостояния населения является общепризнанным и подтвержденным многочисленными исследованиями.

Кардинальные изменения в принципах проведения валютной политики Центрального банка произошли в начале 2003 года. Под давлением исключительно высокого притока в страну иностранной валюты, как в форме экспортной выручки, так и капитала, Банк России был вынужден отказаться от политики номинального ослабления рубля и допустить рост обменного курса не только в реальном, но и в номинальном выражении. Последовавший за сменой валютной политики денежных властей резкий разворот в динамике курса рубля показал крайне высокую зависимость внутреннего рынка от действий Центрального банка, еще раз продемонстрировав, что процесс курсообразования был далек от рыночного.

Отметим, что, несмотря на предпринятые корректировки в курсовой политике, Банк России не имел возможности полностью отказаться от регулирования динамики рубля. В первом полугодии 2003 г. практически все факторы работали против американской валюты, заставляя участников рынка активно сбрасывать доллары и реструктурировать портфели в пользу рублевых активов. В результате объемы операций Банка России на валютном рынке не только не сократились, но даже выросли.

Анализ поведения Центрального банка в посткризисный период, сделанный на основе результатов оценивания правила денежно-кредитной политики⁶, дает основания

нестабильности и падении цен на нефть. Реакцией российской экономики на указанные процессы стало значительное сокращение объемов экспортной выручки и ухудшение платежного баланса.

⁶См. [8]

утверждать, что масштабы вмешательства Центрального банка в динамику обменного курса не ограничивались сглаживанием колебаний, а зачастую, оказывались более значительными. В частности, что следует из данной работы, Банк России активно сдерживал рост реального обменного курса рубля на большей части анализируемого временного интервала, причем в качестве основного инструмента использовал интервенции на валютном рынке. На это же указывают относительная плавность изменения обменного курса и динамика золотовалютных резервов.

Возникает вопрос, насколько оправдана такая политика? С одной стороны, низкая волатильность обменного курса, безусловно, положительно влияла на экономику и, в частности, на инфляцию и ВВП. С другой стороны, длительное сдерживающее 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 влияние на выпуск отрасли может быть как положительным, так и отрицательным.

В Экономической Экспертной Группе было проведено предварительное исследование⁷, в процессе которого выяснилось, что в целом от укрепления реального обменного курса выигрывают производители товаров, ориентированные на внутренний рынок, не испытывающие слишком сильной конкуренции со стороны импорта и активно использующие в производстве импортные компоненты. Помимо этого в выигрыше от укрепления рубля, конечно же, оказываются производители услуг и те, кто занимается строительством, которые являются классическими примерами неторгуемых товаров. Проигрывают же, в основном, экспортеры.

Но даже для тех отраслей, эластичность выпуска которых отрицательна по реальному обменному курсу, изменение экзогенных факторов, ведущее к укреплению рубля, может в итоге положительно воздействовать на выпуск в силу роста совокупного внутреннего спроса. Или, наоборот, снижение реального обменного курса вследствие роста резервов может вести к весьма ощутимому сокращению выпуска, фиксируемому как в обрабатывающих, так и в экспорто-ориентированных отраслях, и потому признаваться нежелательным.

Два сделанных выше предположения относительно

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

были проверены в рамках данной работы.

Для определения степени вмешательства Банка России, ряд, характеризующий динамику реального обменного курса, был разложен в соответствии с процедурой представления нестационарного ряда, предложенной Бевериджем и Нельсоном в 1981 году.

⁷См. [7]

Идея ее состоит в следующем: последовательным взятием разностей, ряд приводится к стационарному (для большинства рядов достаточно взятия первой разности). После этого для полученного стационарного ряда подбирается ARMA модель. Остатки подобранной модели сохраняются и на основе их формируется переходная компонента. Различие между наблюдаемым рядом реального обменного курса и переходной компонентой составляет фундаментальную компоненту – случайное броуновское движение с независимыми приращениями.

В основе разложения лежит теорема об эффективности рынков в условиях совершенной конкуренции (первая теорема благосостояния). Авторы предполагают, что в условиях торгов на ETC ММВБ ни покупатели, ни продавцы валюты не имеют никаких преимуществ, в среднем одинаково информированы о ситуации и отдельный покупатель или продавец практически никак не могут повлиять на действия остальных. При данных условиях в цене (обменном курсе) должна содержаться вся необходимая информация, а ее изменения, скорее всего, могут быть представлены в виде процесса с непредсказуемыми изменениями, которые будут определяться соотношением спроса и предложения на рынке в каждый момент времени. В частности подобным процессом может быть случайное блуждание с независимыми приращениями - нестационарный процесс в контексте данной работы. Соответственно, если в этих условиях на рынке появится некий агент, который в состоянии повлиять на соотношение спроса и предложения, то валютный курс будет содержать не только случайную составляющую, но и компоненту, отражающую правила, которыми руководствуется этот агент.

В дальнейшем, учитывая вышесказанное, мы будем называть переходную компоненту рядом отражающим политику регулирующего органа – Центрального банка России. Соответственно, фундаментальная компонента, которая является нестационарным случайным блужданием, будет называться рыночной тенденцией (без учета регулирующих воздействий).

Описание объекта анализа

Доминирующей иностранной валютой в России является доллар. Связано это с двумя основными причинами: первая из них - сырьевая направленность российского экспорта, вторая - сложившаяся в процессе перехода к рынку чрезвычайно высокая степень долларизации российской экономики. Что же касается евро, то интерес рынка к этой валюте до сих пор был достаточно низким. Обусловлено это несколькими факторами. Во-первых, неопределенностью статуса и перспектив новой валюты на мировом рынке. До недавнего времени к этому добавлялось отсутствие наличных денег, а также продолжительное снижение евро по отношению к доллару. Введение в 2002 году в обращение наличных евро и восстановление паритета с долларом, безусловно, способствовали росту популярности европейской валюты. Активизировал этот процесс уверенный рост последней по отношению к доллару, отмечавшийся в 2003 году.

Формально Банк России стремился к созданию фактически равных условий обращения на внутреннем рынке для всех иностранных валют с самого момента появления евро. Однако, на практике внимание Центрального банка было сосредоточено на динамике курса доллара. Расчет и установление курса евро происходят на основе официального курса рубля к американской валюте и котировок евро к доллару на международном валютном

рынке. Центральный банк никогда не ставил своей целью сглаживать изменения курса евро и последний, как правило, характеризовался высокой волатильностью.

В любом случае, как свидетельствует опыт последних лет, переключиться с долларов на евро, пусть даже в ограниченных масштабах, сложно. Показательными являются данные биржевого валютного рынка. По итогам 2002 года доля валютнообменных операций с участием доллара США составила 92%, евро – лишь 8%. В 2003 году, несмотря на рост курса евро и интереса к валюте со стороны экономических агентов, доля операций с евро на ММВБ снизилась до 2%. К сожалению, отсутствуют цифры, характеризующие структуру частных депозитов, активов и обязательств в иностранных валютах российских банков, однако можно предположить, что ведущие позиции здесь также принадлежат американской валюте.

Все вышесказанное послужило основанием для использования авторами в качестве базы курса рубля к доллару. Причина же выбора реального, а не номинального курса, связана с тем, что именно на его динамике было сосредоточено внимание Центрального банка. Это не случайно: поведение реального курса является чрезвычайно важным для экономики, тем более такой как российская, где большую часть экспорта составляют сырье и продукты его первичной переработки, а большую часть импорта – продукты питания и высокотехнологичные товары. В данных условиях реальный курс валюты, который определяет как конкурентоспособность экспортируемых товаров, так и относительные преимущества производителей, ориентированных на внутренний рынок, является одним из наиболее важных экономических показателей.

В случае России разложение ряда реального курса рубль/доллар позволило явным образом выделить компоненту, которую авторы связывают с действиями Центрального банка. Отметим в связи со сделанными выше замечаниями относительно выбора в качестве объекта исследования курса рубль/доллар, что попытки выявить аналогичную компоненту в реальных курсах национальной валюты к евро или, например, йене, **оказались гораздо менее успешными** – никакой статистически значимой компоненты обнаружено не было. Данный факт еще раз подтверждает вывод о том, что определяющим являлось (и до сих пор остается) отношение рубля к доллару и усилия Центрального банка направлены на регулирование динамики именно этого обменного курса. Что же касается курса рубля к евро, то он в большей степени формируется под воздействием конъюнктуры рынков рубль/доллар и доллар/евро.

С силу того, что, по мнению авторов, именно переходная компонента, выделенная из реального обменного курса рубля к доллару США, отражает политику ЦБ на валютном рынке, в отношении ее часто будет употребляться термин: «переменная политики ЦБ».

В результате применения вышеописанной процедуры к ряду реального обменного курса рубля к доллару⁸ с января 1999 по июнь 2003 года из него удалось выделить переходную компоненту следующего вида:

⁸ Реальный курс рассчитан на основе следующих данных: усредненный по месяцам номинальный курс ЦБ рубля к доллару, поквартальная инфляция в США (источник IMF: IFS), инфляция на конец месяца, ГКС (на основе ИПЦ). За единицу выбран уровень июля 1998 года, формула расчета имеет следующий вид:

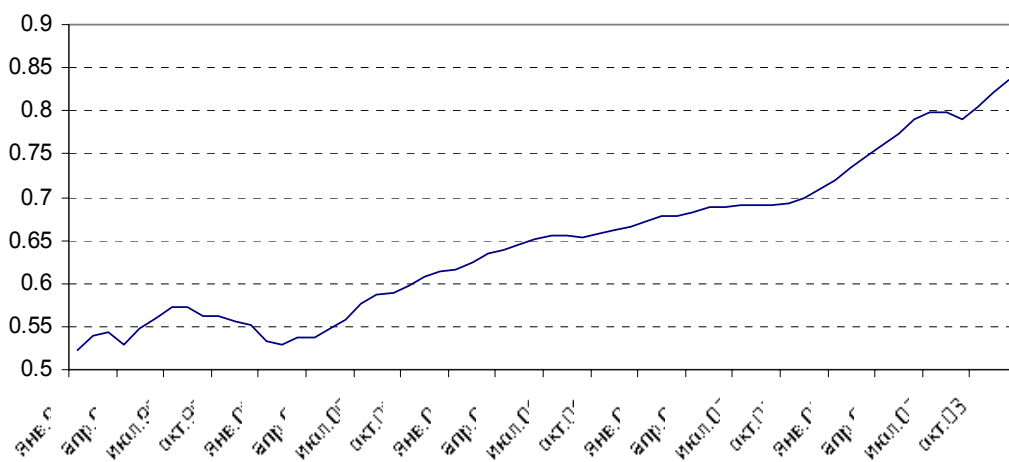


Рис. №1. Динамика реального обменного курса рубля к доллару США.

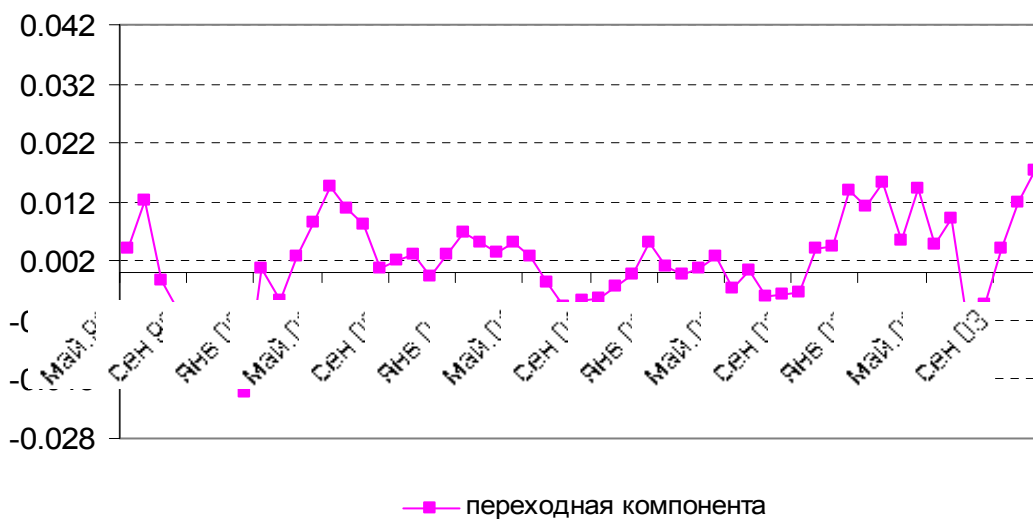


Рис. №2. Динамика переходной компоненты в реальном обменном курсе рубля к доллару США.

$$\Delta(\text{rer}) = \frac{\frac{P_t^D}{P_{t-1}^D}}{\frac{E_t P_t^F}{E_{t-1} P_{t-1}^F}}, \text{ где } P_t^D - \text{цены в рублях, } P_t^F - \text{цены в долларах, } E_t - \text{курс рублей за доллар, } \Delta(\text{rer}) = \text{rer}_t - \text{rer}_{t-1}$$

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.

ARMA модель, подобранная для первой разности реального обменного курса, которая была основой для разложения Бевериджа-Нельсона, выглядит следующим образом⁹:

$$\Delta(\text{rer}) = 0.004980 + \varepsilon_t + 0.575434 * \varepsilon_{t-1} + 0.363080 * \varepsilon_{t-2} + 0.576594 * \varepsilon_{t-5} \quad (1)$$

(2.77) (13.54) (3.54) (6.35)

$$R^2 = 0.52 ,$$

где:

$\Delta(\text{rer})$ - прирост реального обменного курса,

ε_{t-i} - случайные остатки,

Полученное разложение позволяет интерпретировать переходную компоненту¹⁰ как отражающую политику Центрального банка на валютном рынке. Действительно, если проанализировать конъюнктуру валютного рынка и политику Банка России в пост кризисный период, то можно выделить несколько характерных моментов:

- наибольший приток иностранной валюты на рынок и резкое превышение предложения над спросом наблюдалось, как правило, во втором квартале каждого года. В этот период ЦБР был вынужден активно противодействовать мощному повышательному давлению на рубль, скупая излишек валюты и наращивая резервы.
- В летние месяцы под действием тех или иных факторов (к их числу можно отнести временное снижение цен на нефть, сезонность) приток валюты в страну снижался и рынок характеризовался большей сбалансированностью спроса и предложения. В этот период вмешательство ЦБР носило умеренный либо слабый характер.
- Конец третьего квартала – начало осени отмечалось ростом спекулятивных настроений, инфляционных ожиданий и, как следствие, увеличением спроса на иностранную валюту. На данном этапе ЦБР мог в отдельные периоды выступать в поддержку доллара либо его операции на валютном рынке с целью снижения темпов укрепления рубля носили не столь агрессивный характер.

⁹ Здесь и далее, в скобках указаны соответствующие t-статистики

Оценка уравнения, сделанная в пакете Eviews 4.1 – Приложение 2, Таблица №4.

¹⁰ Тесты стационарности переходной и фундаментальной компонент приведены в приложении 2, Таблицах № 5, 6.

- Всплеск спроса на доллары и усиление спекулятивного понижающего давления на рубль наблюдались на рубеже годов. В наибольшей степени это проявилось в 1999-2001 гг.
- Наконец, следует отметить еще один период – сентябрь 2001 г. – март 2002 г. Тогда в результате трагических событий в Америке 11 сентября произошло резкое ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры, выразившееся в снижении деловой активности, росте рисков и нестабильности и падении цен на нефть. Реакцией российской экономики на указанные процессы стало значительное сокращение объемов экспортной выручки и ухудшение платежного баланса. Как следствие, прекратился рост золотовалютных резервов. Автоматически произошла корректировка валютной политики. От противодействия повышательному давлению на рубль со стороны рекордно высоких цен на нефть ЦБР перешел к нивелированию дестабилизирующего влияния их резкого падения.

Все описанные выше моменты нашли свое отражение на графике. Отдельные периоды четко просматриваются и знак переходной компоненты в каждом случае соответствует предполагаемому, с учетом состояния валютного рынка, действий Центрального банка и динамики резервов на этом отрезке.

В целях более наглядной демонстрации результатов ниже приведены динамика инфляции и золотовалютных резервов совместно с переходной компонентой:

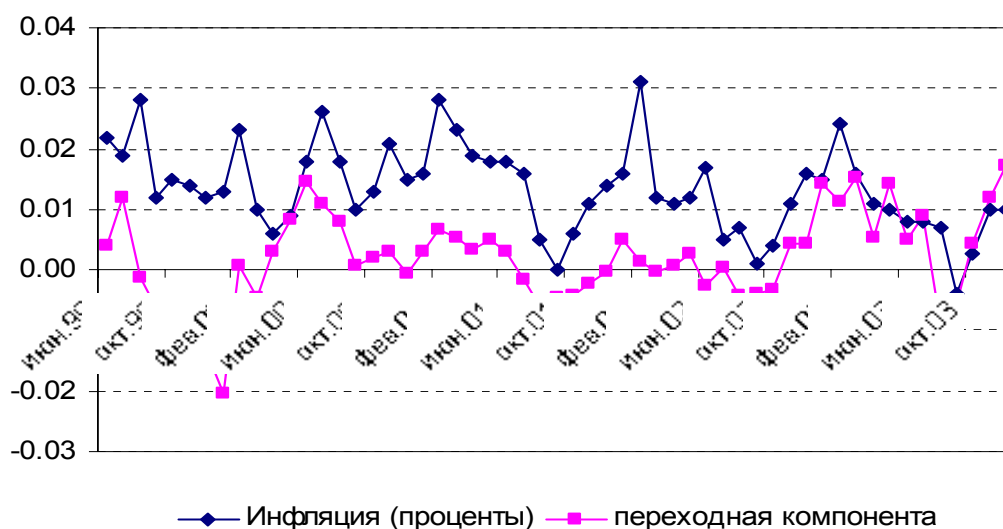


Рис. №3. График динамики инфляции и переходной компоненты.

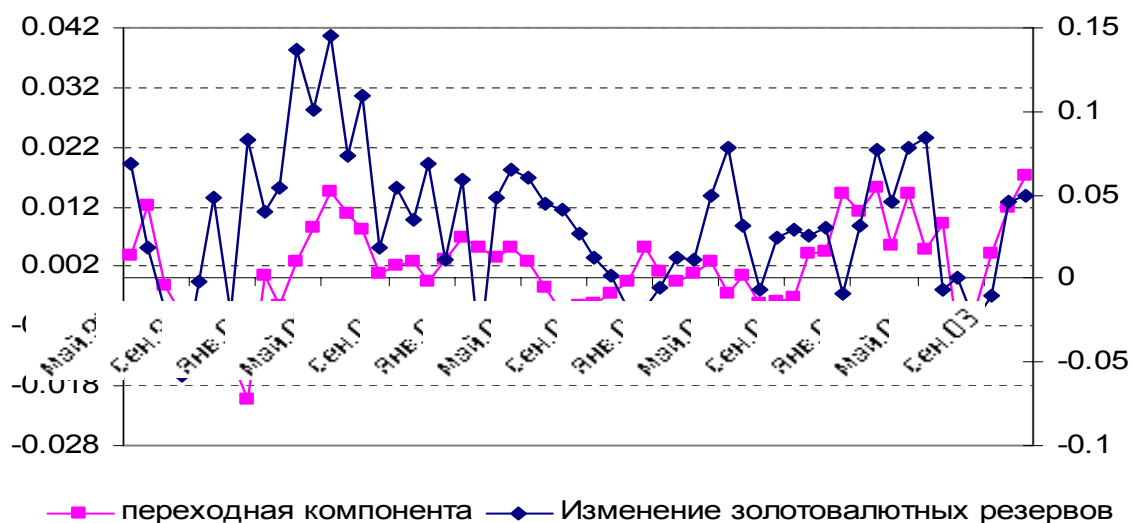


Рис. №4. График динамики золотовалютных резервов и переходной компоненты

На графиках видно, что найденная при разложении компонента положительно связана как с инфляцией (целевым показателем денежно-кредитной политики), так и с изменением золотовалютных резервов (основным инструментом Центрального банка). В частности, эмпирический коэффициент корреляции между переходной компонентой и изменением золотовалютных резервов составляет 0.42 и статистически значим.

Основываясь на динамике ряда переходной компоненты, можно выделить несколько периодов активного и вмешательства Центрального банка в процесс курсообразования. Периодами искусственного сдерживания рыночных (или естественных) темпов укрепления национальной валюты являются следующие:

4. с апреля 2000 года по ноябрь 2000 года;
2. с января 2001 года по июль 2001;
3. с ноября 2002 года по июль 2003;
4. с октября 2003 по декабрь 2003 (эта же политика проводится и сейчас).

Ускоренная ревальвация характерна для следующих периодов:

1. с августа 1999 по январь 2000;
2. с июля 2001 по декабрь 2001;
3. с августа 2003 по сентябрь 2003

Приведем величину изменения золотовалютных резервов за те же периоды. За периоды препятствия укреплению рубля золотовалютные резервы изменились следующим образом:

1. с апреля 2000 года по ноябрь 2000 года резервы увеличились на 12.1 млрд. долл;
2. с января 2001 года по июль 2001 резервы увеличились на 7 млрд. долл;

3. с ноября 2002 года по июль 2003 резервы увеличились на 17.5 млрд. долл;
4. с октября 2003 по декабрь 2003 резервы увеличились на 12 млрд. долл.

За периоды ускоренной ревальвации изменение золотовалютные резервы изменились:

1. с августа 1999 по январь 2000 резервы увеличились на 1 млрд. долл;
2. с июля 2001 по декабрь 2001 резервы увеличились на 1.6 млрд. долл;
3. с августа 2003 по сентябрь 2003 резервы уменьшились на 2.2 млрд. долл;

Уже из предварительного анализа результатов (разложение приведено на графике) можно сделать вывод, что действия Центрального банка на валютном рынке имели своей целью не только сгладить краткосрочные колебания номинального курса, но также воздействовали на динамику реального курса: на протяжении большей части исследуемого периода Банк России активно сдерживал темпы реального удорожания рубля по отношению к доллару.

Вторая часть исследования, как уже было отмечено выше, посвящена оценке влияния курсовой политики Центрального банка на основные макроэкономические показатели. Выводы делались на основе результатов эконометрического анализа.

Одной из центральных задач, поставленных авторами при выполнении этой части работы, было определение степени воздействия политики Банка России на инфляцию – целевой показатель, находящийся непосредственно в сфере ответственности денежных властей.

Предварительно был использован тест причинности Грэнджера¹¹, на основе которого на уровне значимости 5% была отвергнута гипотеза о том, что переходная компонента не является Грэнджер-причиной инфляции (при а лагах). Следует отметить, что гипотеза о том, что динамика потребительских цен не является Грэнджер-причиной для действий Центрального банка на валютном рынке, также была отвергнута при данном уровне значимости (но с меньшим числом лагов). Это может означать, что валютная политика Банка России, с одной стороны, оказывала влияние на инфляцию, с другой стороны, вырабатывалась, в определенном соответствии с динамикой цен потребительского рынка. Эта ситуация кажется вполне естественной, поскольку формально конечной целью денежно-кредитной политики Центрального банка было снижение темпов инфляции и именно по данному показателю в большей степени оценивалась эффективность работы последнего.

В любом случае, результаты теста позволяют использовать переходную компоненту в качестве регрессора в уравнении для инфляции, оценка которого приведена ниже:¹²

$$CPI = 0.72 + 41.86 * TRANS - 0.35 * D - 40.66 * D * TRANS + 0.38 * CPI(-1) + 0.01 * MP(-1) + 29.51 * \frac{\Delta GDP}{GDP(-1)} \quad (2)$$

(4.91) (6.25) (-3.68) (-3.96) (4.76) (2.31) (2.50)

R² = 0.78,

где:

¹¹ Приложение 2, Таблица №1 и Таблица №2.

¹² Оценка уравнения в пакете Eviews 4.1 приведена в Приложении 2, Таблице №7

CPI – сезонно сглаженная инфляция на основе ИПЦ;

D- качественная переменная принимающая значение «1» после мая 2002 года, «0» с января 1999 года по март 2002, и характеризующая смену председателя ЦБ (имела место в марте 2002 года)¹³;

TRANS - переходная компонента политики ЦБ;

MP(-1) – среднее арифметическое изменения оптовых цен на газ и тарифов на электроэнергию на ФОРЭМ в прошлом периоде¹⁴;

GDP – месячные объемы ВВП.

На всем временном интервале наблюдается однонаправленная и устойчивая взаимосвязь между политикой Центрального банка и инфляцией. Отметим, что с середины 2002 года чувствительность инфляции к курсовой политике заметно снизилась. Одной из возможных причин тому является существенное изменение и расширение с этого момента 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 сдерживания роста реального обменного курса, проводимая на протяжении большей части исследуемого периода, являлась инфляционной, т. е. вела к повышению темпов роста потребительских цен. Эластичность инфляции по переменной политики Центрального банка колебалась от 0.005 до 0.25 по абсолютному значению. Переходная компонента отражает интенсивность вмешательства Банка России в торги на валютном рынке. Соответственно, ее увеличение 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, при проведении политики сдерживания реального удорожания рубля, увеличение значений переходной компоненты на 1% в разные периоды приводило к росту месячной инфляции на 0.005% - 0.25%.

Отметим, что сама переменная политики изменяется в довольно широком диапазоне, и, в частности, за период с ноября 2002 г. по май 2003 г (проведение политики реального обесценения рубля) переходная компонента возросла в 3.3 раза. Используя, полученные из уравнения, значения эластичности, можно рассчитать, что Центральный банк ответственен за 1-1.6 процентных пункта инфляции от ее фактического значения (12% в 2003 году). Таким образом, до 13%¹⁵ суммарной инфляции было обусловлено проведением последовательной политики искусственного занижения реального обменного курса.

¹³ Предварительно не предполагалось выделять различные периоды в анализе влияния политики ЦБ на инфляцию или же иные переменные, но после построения регрессии для инфляции без качественной переменной в остатках была обнаружена гетероскедастичность, замечено существенное снижение амплитуды и характера поведения остатков с весны-лета 2002 года. Визуальный анализ ряда переходной компоненты позволил сделать предположение об изменении зависимости между инфляцией и переходной компонентой с весны-лета 2002 года, что совпало со сменой председателя ЦБ РФ и значительным изменением и расширением набора инструментов регулирования ликвидности.

¹⁴ *MP* и месячные объемы *GDP* - данные Экономической Экспертной Группы.

¹⁵ $0.13 = 1.6/12$

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 отмечено, что курсовая политика отрицательно влияет на реальные располагаемые доходы населения и динамику розничной торговли. Что может быть объяснено следующим образом: политика, направленная на реальное обесценение рубля снижает денежные доходы граждан, что, в свою очередь, отрицательно сказывается на покупательной способности последних, что и оборотах розничной торговли.

Уравнение для реальных доходов населения имеет следующий вид¹⁶:

$$\frac{\Delta(HR)}{HR(-1)} = 0.005 - 0.32 * trans + 0.005 * \Delta(EMPL) + 3.08 * \frac{\Delta(GDP)}{GDP(-1)} -$$

$$\begin{matrix} (1.61) & (-2.22) & (2.04) & (5.31) \\ -0.78 * AR(1) - 0.43 * AR(2) + 0.22 * AR(4) & & & (3) \\ (-5.67) & (-3.26) & (2.0) & \\ R^2 = 0.62, & & & \end{matrix}$$

где:

HR – реальные доходы населения,

EMPL – занятость,

AR(n) – авторегрессионный член порядка n.

Таким образом, хотя статистически значимая зависимость от политики Центрального банка обнаружена только в динамике инфляции и реальных располагаемых доходах населения, можно все-таки сделать вывод о том, что влияние курсовой политики Банка России на экономические показатели в целом было заметным и носило, скорее, негативный характер.

Принимая во внимание характер развития событий на денежном и валютном рынке в последние годы, а также перспективу сохранения в будущем цен на нефть на относительно высоком уровне и ряд других факторов, представлялось целесообразным сместить приоритеты в сторону обеспечения стабильности рубля на внутреннем рынке, что является конечной целью единой государственной денежно-кредитной политики, и допустить более быстрое укрепление рубля в реальном выражении. Решения, принятые Центральным банком в 2003 года, полностью соответствуют этой стратегии и отражают усиление антиинфляционной направленности политики денежных властей. При этом Банк России подтвердил свое намерение сохранить определенный контроль и над динамикой обменного курса. Остается надеяться, что ему удастся сохранить баланс между снижением инфляции и недопущением резкого укрепления реального курса рубля. Расширение

¹⁶ Оценка уравнения в пакете Eviews 4.1 приведена в Приложении 2, Таблице №8

инструментов денежно-кредитного регулирования и четкое взаимодействие Центрального банка и Правительства будут способствовать этому.

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

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Beveridge S., Nelson C. R.* A new approach to decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to measurement of the business cycle. // *Journal of Monetary Economic*. 1981 Vol. 7, P. 151-174.
2. *Calvo, G. A., Reinhart C. M., Vegh C. A.* Targeting the real exchange rate: theory and evidence // *Journal of Development Economics*. 1995. Vol. 47. P. 97-133.
3. *Miller S.M.* The Beveridge-Nelson decomposition of economic time series: Another economical computational method // *Journal of Monetary Economics*. 1988 Vol. 21, P. 141-142.
4. *Siregar R.Y.* Real exchange rate targeting and inflation in Indonesia: theory and empirical evidence // *Applied Financial Economics*. 1999. Vol. 9. 329-336.
5. Бюллетень Банковской Статистики. ЦБ РФ; Москва, Vol. 1-11. 2003.
6. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики. ЦБ РФ; Москва, 1999 – 2003 годы.
7. Вдовиченко А., Воронина В., Дынникова О., Субботин В., Устинов А. "Инфляция и валютная политика" "Вопросы экономики" 2003, №12.
8. Вдовиченко А.Г., Воронина В.Г. Исследовательский проект Консорциума экономических исследований и образования №02-230 "Правила денежно-кредитной политики и их практическое применение" (2004).

Title: Exchange rate policy of Central Bank of Russia: the degree of interference and the consequences.

Авторы

Виктория Воронина – Экономическая Экспертная Группа: 926-45-80

Евгений Надоршин – Институт Открытой Экономики: 540-69-98