

ТРЕНДОВЫЙ АНАЛИЗ МОНЕТАРНОЙ ДИНАМИКИ: ОЦЕНКА ИНФЛЯЦИИ

*К.П. Юрченко,
к.э.н., с.н.с. ИЭ УрО РАН*

Современная российская экономика характеризуется незатухающими нестационарными процессами, в рамках которых амплитуда колебаний остается достаточно большой, несмотря на длительную череду стабилизационных реформ. Поскольку перспективы экономики в значительной степени связаны с динамикой инвестиционных процессов в стране, то принципиально важным становится вопрос об инвестиционном климате. В данной статье мы обратимся только к экономической составляющей инвестиционного климата, оценка которой в наибольшей степени опирается на оценку, анализ и прогноз инфляционных тенденций.

Охарактеризуем текущую монетарную ситуацию, сложившуюся в экономике страны. С первого взгляда заметно, что монетарный сектор экономики явно “разогрет” и, к тому же, продолжает находиться в стадии своего расширения.

В связи с благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой в страну поступает достаточно большая валютная выручка от экспортоориентированных сырьевых отраслей.

В достаточно сложной ситуации, в этой связи, оказывается Центральный банк России, который вынужден, так или иначе, решать две противоречивые задачи. С одной стороны, он обязан обеспечить управляемое плавание номинального курса рубля в диапазоне, позволяющем обеспечивать высокую рентабельность экспорта и импортозамещающих отраслей. С другой стороны – необходимо сдерживать инфляционную динамику, которая на волне разогрева экономики в целом и монетарного сектора в частности грозит преодолеть критический уровень управляемости. До поры до времени сглаживать существующую противоречивость монетарной политики позволяет механизм монетарного регулирования, выстроенный Центральным банком (рис. 1).

В течение нескольких последних лет Центральный банк не мог определить приоритеты своей монетарной политики: не допустить укрепления рубля, проигнорировав инфляционный шлейф, либо наоборот – не допустить разгона инфляции, не обращая при этом внимания на укрепление рубля, наносящее ущерб конкурентоспособности национальной экономики. Логично предположить, что, если Центральный банк, войдя в положение “Буриданова осла”, не выберет ни одно из этих направлений и чем-то не пожертвует, сочетать их в долгосрочной перспективе будет невозможно. В этом случае на экономику будут

оказывать давление не только непозитивные эффекты от каждой из альтернатив, но и эффект их взаимодействия, парировать который будет достаточно сложно, если возможно вообще. Впрочем, учитывая нестационарность российской экономики, можно заметить, что потенциальную угрозу кризисной развязки таит в себе реализация любой из обозначенных альтернативных монетарных стратегий ЦБ (см. рис. 2).

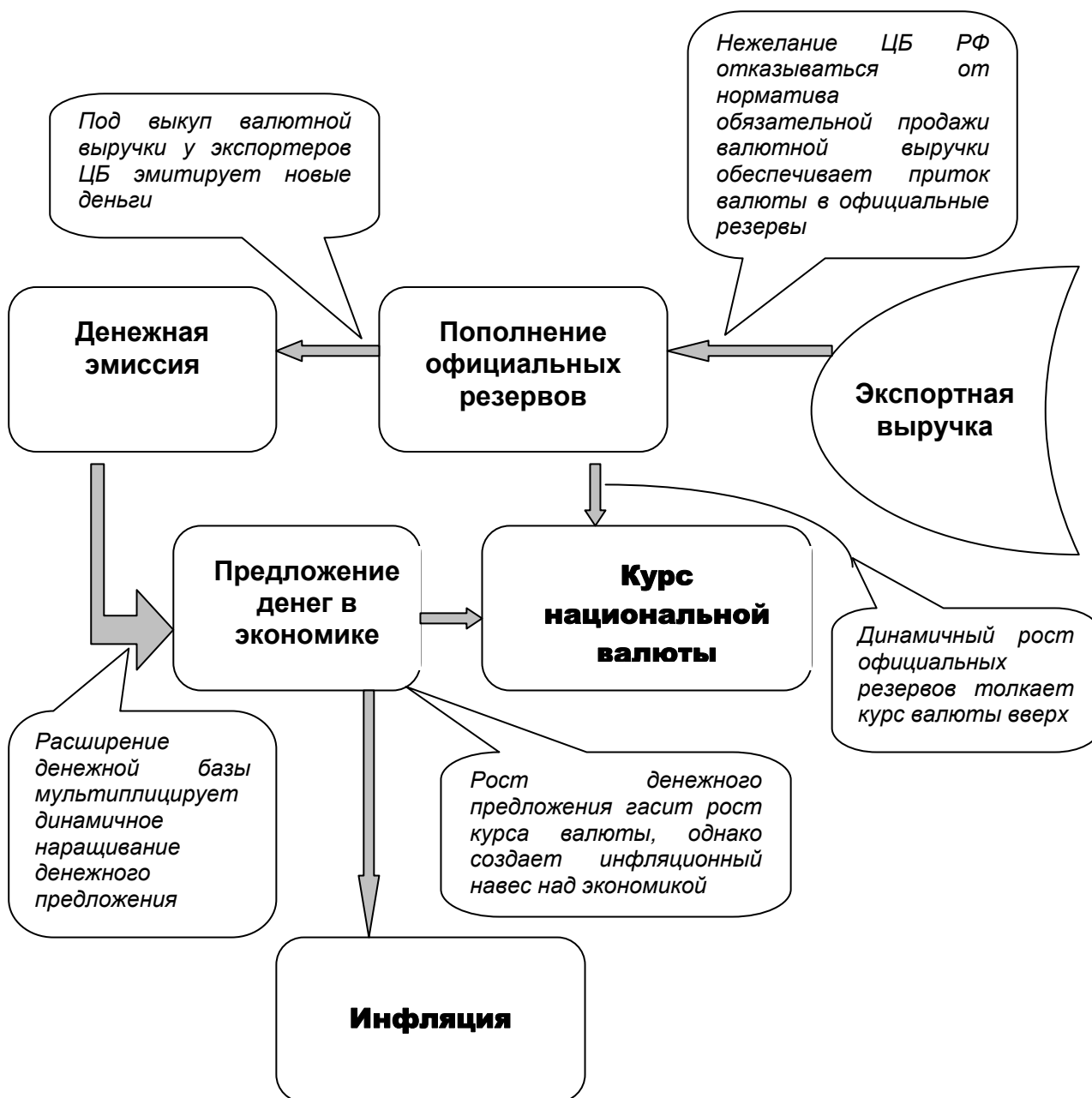


Рис. 1. Функционирование монетарного сектора в российской экономике.

Почему решение этих задач порождает противоречие? Несмотря на заверения некоторых чиновников, задача ЦБ не в стабилизации валютного

курса, а в сопротивлении укреплению курса рубля по отношению к мировым валютам. И вот уже не первый год монетарные власти любой ценой стремятся удержать низкий курс рубля, мотивируя это опасениями резкого увеличения импорта, который в случае чрезмерного укрепления рубля может стать более привлекательным и рентабельным, чем продукция, производимая в стране, что лишит экономику конкурентоспособности.

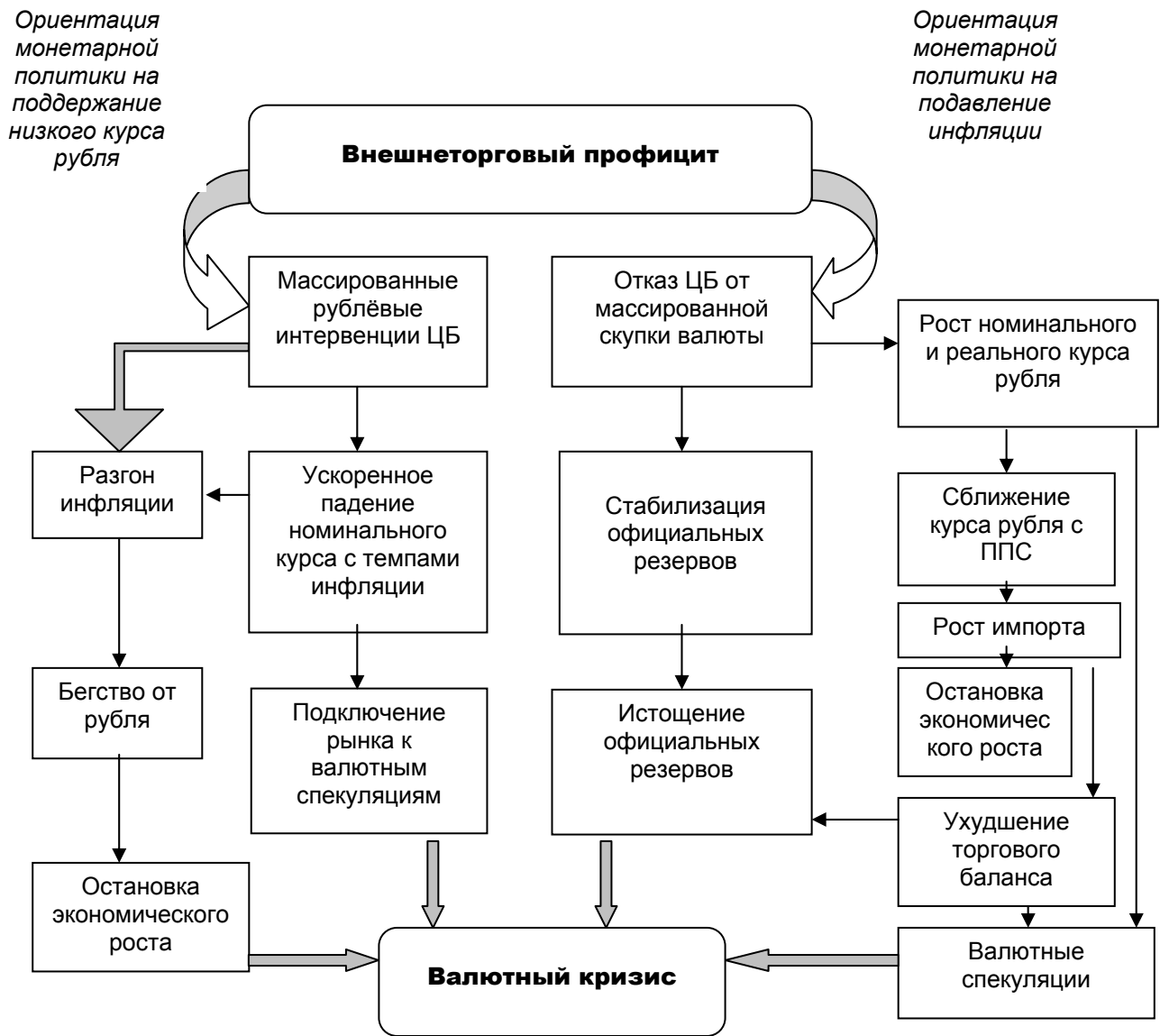


Рис. 2. Прогноз развития ситуации в монетарном секторе российской экономики при альтернативных стратегиях поведения ЦБ РФ.

Поддерживая доллар на внутреннем валютном рынке, ЦБ вынужден скупать валюту и активизировать работу печатного станка. Это и расширяет предложение рублевой массы в экономике, провоцируя

инфляцию. Однако, несмотря на рост объема денежной массы, многократно превышающий темпы роста экономики, мы не наблюдаем высокой инфляции (см. табл. 1). В чем же причина того, что монетарное правило М.Фридмена не действует? Оказывается, ЦБ стерилизует значительную часть вновь эмитированных денег через операции на открытом рынке, а также замораживая их на своих счетах. Это позволяет на какое-то время изъять деньги из активного оборота, но принципиально они остаются в экономике, порождая, как минимум, инфляционные ожидания.

Таблица 1

Сравнительная динамика объема денежной массы (M2), темпов роста ВВП и темпов инфляции в России в 1999 – 2004 гг.*

Годы	Объем денежной массы (M2)		ВВП		Монетизация ВВП (M^2/VVP) на конец года, %)	Темп инфляции по CPI, %
	млрд. руб. (на конец года, nominal)	прирост, %	млрд. руб. (nominal)	прирост, % (nominal)		
1999	714,6	21,3	4000	40,8	17,9	36,5
2000	1154,4	61,5	5350	33,7	21,6	20,2
2001	1612,6	39,7	7750	44,9	20,8	18,6
2002	2134,5	32,4	10950	41,3	19,5	15,1
2003	3212,7	50,5	13050	19,2	24,6	12,0
2004	4363,3	35,8	15300	17,2	28,5	11,7
2005	5585,5**	28,0**	18720	22,4	29,8**	8,5

*Источник: Центральный Банк России (www.cbr.ru).

**Прогноз автора.

Как видно из данных, приведенных в таблице, монетизация ВВП начала динамично расти с 2002 года. Это можно объяснить тем, что потенциал импортозамещающего роста, возникший после четырехкратной девальвации рубля во второй половине 1998 года, к этому времени выдохся и стимулирующий эффект монетарной политики уменьшился. Именно в это время и возникла выше обозначенная дилемма для Центрального банка, от которого требовалось принятие решений. Очевидно, что и реальные темпы экономического роста с этого времени стали сокращаться.

Прогноз, который можно составить по монетарной динамике на 2005 год на основе экстраполяции сформировавшихся трендов (ожидать изменения политики ЦБ нет оснований), дает ситуацию не совсем радужную. На фоне замедляющихся темпов экономического роста и

неиссякающего притока валютной выручки (российский экспорт, будучи малоэластичным по сравнительной динамике внутренних и внешних цен, прогнозируется легко на основе прогноза мировых цен на сырьевых рынках) объем денежной массы будет нарастать, поэтому масштабы стерилизационных операций ЦБ будут увеличиваться. А значит, инфляционный навес над экономикой возрастет, спровоцировав нагнетание отложенных инфляционных ожиданий.

Попробуем проанализировать воздействие на российскую экономику монетарного правила М. Фридмена, в соответствии с которым прирост объема денежной массы должен соответствовать приросту ВВП, в противном случае, когда денежная масса растет динамичнее, экономика срывается в инфляцию спроса. Опираясь на те же исходные данные, оценим чувствительность темпов инфляции к изменению объема денежной массы, т.е. соответствующую эластичность. По аналогии с микроэкономическим подходом к анализу эластичности используем коэффициент прямой эластичности:

$$E^{\pi}_M = \frac{\Delta \pi}{\Delta M} \div \frac{M}{\pi},$$

где π и $\Delta \pi$ – индекс цен ($\pi = 100$) и его изменение,
а M и ΔM – объем денежной массы и его изменение

Несложно заметить, что расчет соответствующих коэффициентов показывает на снижение такой эластичности. Является ли это следствием роста эффективности российской экономики? Едва ли, учитывая, что единственным фактором ее конкурентоспособности являются высокая конъюнктура мировых сырьевых рынков (от России практически не зависящая) и заниженный курс рубля (рукотворное явление, сотворяемое интервенциями ЦБ). Таким образом, масштабы стерилизационных мероприятий ЦБ велики настолько, что позволяют исказить макроэкономические параметры чувствительности.

Таблица 2

Эластичность темпов инфляции по динамике объема денежной массы в России в 1999-2004 годах (при прочих равных условиях)

	1999г.	2000г.	2001г.	2002г.	2003г.	2004г.	2005г.*
Коэффициент эластичности	0,049	0,005	0,004	0,002	0,0005	0,0003	0,0002

*- прогноз

Как видно, вычисленный коэффициент остается беспрецедентно низким. Является ли это следствием высокой монетарной эффективности экономики России? Вероятнее всего, нет. Проведенный анализ позволяет

сделать однозначный вывод о том, что искажающее воздействие, которое оказывает Центральный банк на монетарный сектор отечественной экономики, столь значительно, что выявить какие бы то ни было реальные рыночные тенденции практически невозможно. Это еще раз подтверждает неоднократно транслируемый тезис о том, что к свободному рыночному регулированию экономика России не готова. Впрочем, те же результаты свидетельствуют о высокой эффективности регулирующей монетарной политики Центрального банка.