

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

№ 4 август 2010 Москва

Главный редактор Владимир Май

Редакционная коллегия

Абел Аганбегян, Кристилина Георгиева,
Елена Карпухина, Вадим Новиков,
Александр Радыгин, Сергей Синельников–
Мурылев (заместитель главного редактора),
Владимир Фаминский (заместитель главного
редактора), Ксения Юдаева.

Оікономіа • Політика

ОΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

Академия народного хозяйства
при Правительстве Российской Федерации
и Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара

Издается при поддержке Всемирного Банка

А НУЖЕН ЛИ РОССИИ СВОБОДНЫЙ РУБЛЬ?

Влияние политики свободного курса на волатильность рубля

Максим ПЕТРОНЕВИЧ

преподаватель кафедры
экономической теории ГУ—ВШЭ,
старший научный сотрудник
Института Центр развития ГУ—ВШЭ

Ойковочиа • Полтика

• OIKONOMIA • POLITIKA

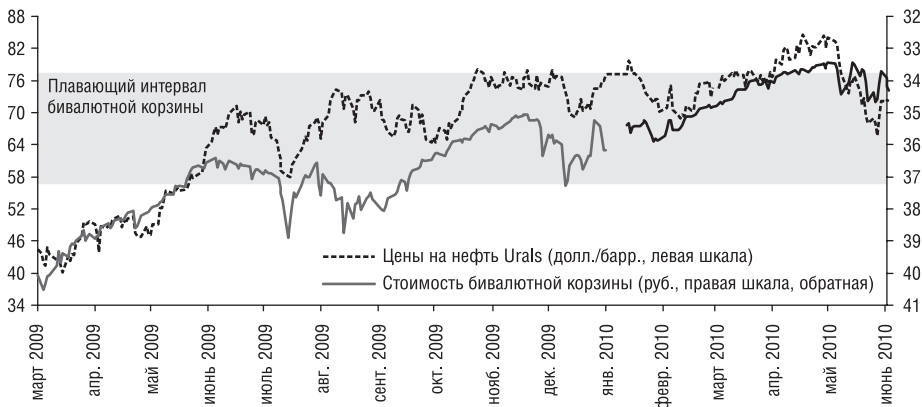
Введение

Свободное курсообразование подразумевает, что динамика стоимости российской валюты будет определяться балансом внешнеторговых операций, а также динамикой потоков капитала. Хорошо известно, что счет текущих операций российского платежного баланса зависит от динамики мировых цен на сырьевые ресурсы. Так, изменение одних только цен на нефть на каждые 5 долл./барр. приводит к изменению притока валюты на 9 млрд долл. А кроме нефти есть еще газ и металлы, экспорт которых составляет 40—50% от экспорта нефти, и динамика цен на которые в целом гармонирует с динамикой цен на нефть. В этих условиях существенные колебания цен (на 10 долл. и выше) будут вызывать вполне нормальную рыночную реакцию, связанную с продажей/покупкой иностранной валюты.

Политика плавающего курса должна делать прямой курс рубля проциклическим к ценам на нефть. Этот тезис наглядно подтверждает динамика стоимости бивалютной корзины в сравнении с ценами на нефть за 2009—2010 годы, несмотря даже на тот факт, что в отдельные моменты¹ Банк России проводил значительные интервенций в поддержку курса (рис. 1), согласно своему правилу², то есть, строго говоря, отходя от политики плавающего курса.

¹ Так, с февраля по сентябрь 2009 года объем международных резервов с поправкой на изменение стоимости резервных активов колеблется в узком коридоре с 392 до 409 млрд долл. в ценах резервных активов на начало года.

² Согласно правилу, плавающий коридор стоимости бивалютной корзины (шириной 3 руб.) сдвигается на 5 копеек на каждые 700 млн долл. (или 14 млрд долл. на 1 руб.) интервенций на границе коридора.



Источники: Банк России, Reuters, расчеты автора.

Рис. 1. Динамика стоимости бивалютной корзины и цены на нефть

Данный график позволяет сделать два вывода. Во-первых, стоимость цен на нефть оказывает решающее влияние на динамику курса в годовой перспективе — после некоторого периода девальвации рубля в начале августа, когда банки начали интенсивно вкладываться в валютные активы (тогда ряд экспертов предложили дополнительно девальвировать рубль на 20—40% для поддержания промышленности), курс вернулся к своему «якорю». Во-вторых, даже внутри своего текущего тренда бивалютный курс отыгрывает все ежедневные провалы/подъемы цен на нефть.

Из этого следует, что *свободный курс будет способствовать усилению влияния волатильности нефтяного рынка на внутреннюю экономику*. Проциклическая динамика к ценам на нефть может лишь усиливаться вследствие поведения инвесторов-спекуляторов (вспомним дореволюционный термин), которые скажут России спасибо за открытие еще одной площадки для спекуляций. Здесь не будет работать фактор рационального инвестора, что подразумевает включение в цену актива всей доступной информации — то есть предвидение изменений цены на нефть. Люди, способные задолго предвидеть цены на нефть, среди участников рынка (и не только) если и есть, то их совсем немного — поэтому текущий тренд часто принимается за долгосрочный. Спекулянтов капиталом рублевый рынок будет манить, вероятно, более высокими³, чем мировые, процентными ставками и низкой в среднесрочной перспективе вероятностью дефолта по валюте, обеспеченной высокими международными резервами. Единственным способом борьбы с притоком капитала может стать установление запретительной нормы обязательных резервов на привлечение средств из-за рубежа, однако этот барьер, к сожалению, будет воздействовать и на более длинные деньги. Таким образом, *действия валютных спекулянтов будут усиливать влияние экспортных доходов*, а не уравнивать его. А уравниваться валютный рынок, по логике плавающего курса, будет за счет изменения курса национальной валюты.

В общем случае изменение номинального валютного курса (через изменение реального) приводит к корректировке объемов чистого экспорта *одновременно* за счет объемов экспорта и импорта. Однако в России экспорт

³ В этом случае Банк России, в принципе, может установить и предельную нулевую процентную ставку. Однако, скорее всего, это не отпугнет спекулянтов, поскольку нефтяные фьючерсы также не приносят купонного или процентного дохода, но являются привлекательным инструментом по причине огромной волатильности цены и масштабов рынка.

эластичен по валютному курсу только в своей несырьевой части (менее 10% всего экспорта) — а это значит, что уравнивание платежного баланса потребует более интенсивной вариации импорта. В силу малой способности отечественной промышленности к импортозамещению по широкому ряду товаров (техника, транспорт, мебель, легкая промышленность, инвестиционное машиностроение) импорт в большей степени эластичен по доходу, чем по валютному курсу⁴, эластичность по которому заметно меньше единицы. Таким образом, для уравнивания платежного баланса в России может потребоваться более «размашистая» динамика курса: при росте экспорта на $x\%$, в силу всех вышеперечисленных факторов, для адекватного роста импорта может потребоваться укрепление курса более чем на $x\%$. В этом случае *волатильность курса рубля в среднесрочном периоде может быть сопоставимой (или даже выше) с волатильностью цен на нефть*⁵.

Даже на примере ежедневных данных, что хорошо видно на рис. 1, эластичность стоимости бивалютной корзины уже составляет порядка минимум⁶ 0,5—0,6 — то есть падение цены на нефть на каждые 10% вызывает девальвацию российского рубля на 5—6% — хотя отражает изменение только ожиданий участников рынка.

Т а б л и ц а 1

Волатильность* валютных курсов в период 2003—2009 годов (%)

Волатильность	Срок		
	1 неделя	1 месяц	1 год
Доллар/евро	1,5	3,2	9,9
Крона/евро	0,5	2,2	6,7
Доллар/рубль	1,1	3,0	11,6
Евро/рубль	1,1	2,8	8,5
Нефть, долл.**	7,7 (6,1)	12,0 (9,0)	40,0 (20)
Бивалютная корзина*** (мин.)	5,4 (4,2)	8,5 (6,4)	28,0 (14)

* Рассчитана как стандартное отклонение соответствующих логарифмированных приростов.

** В скобках приведена волатильность цен на нефть в фазе роста (до июля 2008 года).

*** Минимальная расчетная гипотетическая волатильность бивалютной корзины рубля в случае проведения политики свободно плавающего курса в 2003—2009 годах.

Источники: Банк России, *Reuters*, расчеты автора.

Вследствие чрезвычайно высокой волатильности нефтяного рынка (в 2—4 раза больше показателей валютных рынков) *волатильность бивалютной корзины*, с учетом данной эластичности, *будет как минимум в 2—3 раза выше других валютных пар*.

Принимая в расчет значимость внешнеторговых потоков для экономики России и отсутствие на сегодня практики повсеместного хеджирования валютных рисков, остается только гадать, как снятие с Банка России полно-

⁴ Более того, исследования Центра развития показывают, что импорт абсолютно нечувствителен к малым колебаниям реального валютного курса.

⁵ Вообще, сложно представить, какова была бы динамика курса рубля в период с середины 2008 до середины 2009 года (когда цены на нефть с уровня 140 долл./барр. опустились до 35 долл./барр., а потом поднялись до 70 долл./барр.) в случае проведения свободной политики. Лишь предположу — летом 15—18 руб./долл., зимой — 60—70 руб./долл., сейчас — 30 руб./долл. Какая истерика была бы население и предприятия и как это отразилось бы на экономике — и подумать страшно!

⁶ Может быть, и выше, так как на трех пиках (середина июля, августа и начало октября 2008 года) Банк России все-таки проводил интервенции, ограничивая динамику курса.

мочий по контролю за валютным курсом повлияет на издержки всех сделок, связанные с экспортно-импортными операциями. Можно предположить, что в отсутствие хеджирования предприятиям придется существенно повысить величину валютных депозитов и прописывать в договора пункты, предусматривающие, что в случае изменения курса на 3—5% рублевая стоимость контракта должна быть пересмотрена. В этом случае население, заинтересованное поддерживать свою покупательную способность на импортные товары и зарубежный туризм, уже хотя бы по этой причине будет хранить свои активы в валюте. А можно также учесть исторически сложившуюся привычку российского населения относиться к курсу доллара как к показателю стабильности. Кроме того, волатильность рубля может увлечь предприятия и финансовые учреждения игрой на бивалютной корзине — что снизит привлекательность кредитования и инвестирования в основной капитал.

Конечно, через какое время практика валютного хеджирования получит свое постепенное развитие в условиях свободного курса, но она будет достаточно дорогой — стоимость годового европейского контракта (опциона) на текущую стоимость бивалютной корзины при показателях волатильности, приведенных в табл. 1, только теоретически будет составлять 7—12% от объема контракта (на практике цена контракта будет дороже), что, по сути, равносильно введению налога с продаж на внешнеторговые операции. Учитывая достаточно напряженную ситуацию в сфере конкуренции с зарубежными производителями, российские производства могут вообще отказаться от хеджирования либо вводить его бесконечно долго.

Возможно, по всем перечисленным причинам *из более чем 20 стран — экспортеров энергоресурсов (по классификации МВФ) ни одна не либерализовала валютный курс*. Ближе всего к либерализации стоит Нигерия — проводимая там валютная политика как раз подпадает под статус «управляемого» режима. Все остальные страны так или иначе используют номинальные якоря. Конечно, есть еще Норвегия⁷ с почти свободным курсообразованием, но это совсем другая история.

В Норвегии доля нетопливного экспорта в экспорте товаров и услуг составляет 50—55% (в России, исключая металлы, — 30%), но при этом доля импорта невелика и составляет 60—65% экспорта. Экономическая политика в Норвегии заключается в том, что большая часть нефтегазовых доходов изымается в пенсионный фонд⁸, в рамках которого все средства идут на иностранные инвестиции. На использование средств фонда на покрытие ненефтегазового дефицита бюджета в Норвегии наложены жесткие ограничения — использование средств фонда возможно только в рамках ожидаемого долгосрочного дохода на его размещение в ценных бумагах, которое оценивается в 4%⁹ его величины. Таким образом, сырьевые доходы оказывают

⁷ Доля топливного экспорта в Норвегии составляет 22% ВВП. Однако Норвегия не относится к группе стран — экспортеров энергоресурсов в классификации МВФ.

⁸ Пенсионных фондов в Норвегии два — это Government Pension Fund — Global (PFG) и Government Pension Fund — Norway (PFN), первый из которых занимается размещением средств за рубежом, а второй работает внутри Норвегии и является аналогом фонда социального страхования. Величина фонда PFG составляла на конец 2008 года 2,385 трлн крон (95% ВВП), а PFN — 87,8 млрд крон (3,5% ВВП). В данной статье под понятием «пенсионный фонд» мы будем подразумевать фонд PFG.

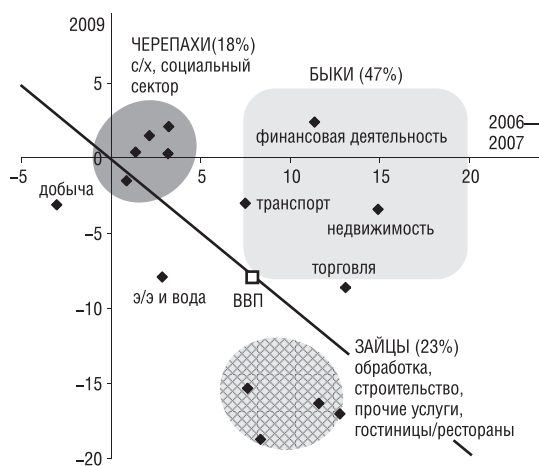
⁹ Это правило не используется механически, и существенное внимание уделяется целесообразности стабилизации экономики (например, в 2009 году ненефтегазовый дефицит составляет 130 млрд крон, что на 39 млрд больше дохода от размещения). Но за счет нефтегазовых доходов (которые, естественно, не включаются в ненефтегазовый бюджет) сам фонд растет даже в 2009 году.

минимальное воздействие на внутреннюю экономику страны. В этом случае рыночный курс норвежской кроны уравнивает только нефтегазовое сальдо платежного баланса, динамика которого не подвержена сильным колебаниям. Поэтому курс кроны к евро как к основному торговому партнеру обладает сравнительно невысокой волатильностью (в 1,5 раза ниже показателя для пары долл./евро). Кстати, согласно официальным документам именно *стабильность* и предсказуемость курса национальной валюты является основной (sic!) целью монетарной политики Норвегии, а таргетирование инфляции на горизонте прогноза 1—3 года — только операционным ориентиром.

С экономической точки зрения проведение политики свободного курса рубля уменьшит волатильность финансовых потоков (в рублевом выражении) для топливных отраслей, поскольку курс доллара будет контрциклическим по отношению к динамике цен на их продукцию. Соответственно в этом случае рост мировых цен на нефть не будет приводить к существенному росту номинальных доходов и совокупного спроса. Зато для всех остальных отраслей экономики — которые производят товары для внутреннего употребления и товары нетопливного экспорта, — волатильность значительно увеличится, поскольку от динамики курса будет существенно зависеть спрос на их продукцию. Если раньше рост цен на нефть приводил к росту совокупного спроса на отечественные товары (при более-менее стабильном курсе), то при свободном курсе рост цен на нефть будет приводить к его *уменьшению*¹⁰ — доходы расти не будут, а ценовая конкурентоспособность будет хуже из-за укрепления

рубля. То, что укрепляющийся рубль создаст проблемы, хорошо видно на рис. 2, на котором показан вклад различных секторов российской экономики в рост ВВП в 2006—2007 годах и в ее падение в 2009 году. Наиболее открытая для внешней конкуренции (в первую очередь на внутреннем рынке) обрабатывающая промышленность оказалась очень чувствительной к кризису, и, упав, потянула за собой сектор торговли, транспорта и строительства (через инвестиции). Укрепление курса явно не будет способствовать восстановлению этого сектора — тогда где здесь логика и основы для долгосрочного устойчивого роста?

С этих точек зрения использование свободного курса рубля в России сейчас нецелесообразно, поскольку бюджет проедает не только нефтегазовые доходы, но и сам фонд — поэтому проведение свободного курса будет спо-



Примечание: социальный сектор — образование, здравоохранение, государственное управление и безопасность.

Источники: Росстат, расчеты Центра развития.

Рис. 2. Среднегодовые темпы роста (2006—2007) и падения (2009) по элементам производства ВВП (%)

¹⁰ То есть к снижению нетопливного экспорта на фоне роста экспорта топливного и к снижению производства товаров на внутренний рынок на фоне конкуренции с импортом.

способствовать поддержанию баланса между *совокупным* экспортом и импортом. Таким образом, политика плавающего курса рубля будет способствовать не только волатильности рубля, но и повышению значимости топливного экспорта в экономике и платежном балансе в будущем. Переход к политике свободного курса в среднесрочном периоде возможен только после того, как хотя бы часть из следующих структурных особенностей российской экономики — в том числе большой вклад сырьевого сектора в экономику, доходы в бюджет и платежный баланс — будут уменьшены. Но никак не наоборот.

1. Курсовая политика в России в контексте текущей экономической динамики

В нынешнем году в условиях стабильных цен на нефть (70—80 долл./барр.) можно ожидать существенного давления на валютный курс со стороны счета текущих операций и платежного баланса в сторону укрепления. Так, при условии стабильного курса рубля, 100% рефинансировании внешних долгов реальным сектором и с учетом роста отложенного спроса на импорт¹¹ ожидаемый рост международных резервов составит более 50 млрд долл. Даже с учетом переходной политики Банка России, опубликованной в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов», согласно которой, при проведении граничных интервенций Банк России сдвигает границы плавающего коридора стоимости бивалютной корзины на 5 коп. на каждые 0,7 млрд долл. граничных интервенций, *бивалютная корзина в 2010 году укрепитя на 2,5—3 руб. (8—10%)*. Если Банк России полностью откажется от интервенций, укрепление рубля в 2010 году может составить более 20—25%. Поскольку укрепление курса приведет к уменьшению инфляции, реальный эффективный курс рубля может укрепиться на 10—15% в первом случае и более чем на 20% во втором.

Укрепление рубля в 2010 году действительно может существенно снизить инфляцию до уровня 7% и ниже — в этом смысле политика свободного курса рубля будет способствовать снижению инфляции. Снижение инфляции обусловит рост товарооборота и, возможно, будет способствовать некоторому снижению процентных ставок. Однако если раньше укрепление валютного курса способствовало росту инвестиций (через удешевление оборудования), привлечению капитала и росту кредитования, то в ситуации слабого спроса укрепление курса не только не будет способствовать экономическому росту, но и будет ему препятствовать. Почему?

В 2010 году мы ожидаем небольшой рост доходов и расходов населения в реальном выражении во всех секторах экономики. Полуторакратный рост пенсий, на который явно делает ставку правительство, может не трансформироваться в платежеспособный спрос по причине высокой склонности нашего населения к сбережениям. Таким образом, по нашим расчетам, конечный спрос в экономике будет немного расти, а при ожидаемом нами в нынешнем году быстром росте отложенного в текущем году спроса на импортные товары¹² это означает снижение спроса на отечественную продукцию. Продолжающиеся сокращения спроса, ожидание повышения налоговой нагрузки в 2011 году за счет роста налогов на оплату труда¹³, недоступность кре-

¹¹ Который может составить в 2010 году +13—18% в условиях стагнации спроса.

¹² Который может оказаться весьма значительным — 15—20%.

¹³ Более чем двукратного для малого бизнеса.

дитов, наличие освободившихся с 2008 года мощностей будут дестимулировать частный сектор к инвестиционной деятельности. По нашим оценкам, инвестиции продолжают свое падение и в текущем году, хотя оно может оказаться менее существенным, чем в предыдущем. Укрепление рубля в условиях вяло растущего потребительского спроса будет способствовать вытеснению импортом продукции отечественных производителей, что еще больше увеличит дефицит хороших активов для кредитования банковской системой. В подобных условиях сокращение процентных ставок не приведет к росту кредитования внутренней экономики, но может подстегнуть кредитование зарубежной. Все это значительно нивелирует приведенные выше плюсы укрепления рубля.

Давление на валютный курс в сторону укрепления будет вызывать постепенную дедолларизацию как депозитов, так и активов банковской системы. В этих условиях ожидаемый дефицит качественных объектов для кредитования обернется постепенным сокращением привлекаемых от Банка России кредитов (которое происходит сейчас) и повышенным спросом либо на инструменты Банка России, либо на активы иностранного сектора.

2. К вопросу о монетарной политике и инфляционном таргетировании

В монетарной теории доказано, что нельзя одновременно управлять валютным курсом, процентными ставками и денежным предложением. Управление валютным курсом подразумевает проведение центральным банком интервенций за счет изменения объема денежного предложения. Денежное предложение можно сохранить на целевом уровне, но только за счет дополнительных мер по предоставлению/абсорбированию ликвидности¹⁴, что повлечет за собой изменение процентных ставок.

Многие согласятся, что достижение низкого уровня инфляции является важной составляющей для достижения экономического роста. В теории, для снижения инфляции и проведения политики инфляционного таргетирования центральный банк должен иметь контроль над процентными ставками и объемом предложения денег. Именно поэтому Банк России лоббирует свободный рубль как способ установления контроля за денежным предложением. Но является ли этот способ эффективным?

Здесь есть один тонкий момент — автор до сих пор не встречал ни одной публичной работы и статьи, где подтверждалась бы принципиальная историческая взаимосвязь между предложением денег или денежной массой и темпами инфляции, *соотнесенными* с другими возможными ее источниками¹⁵. Вполне может оказаться, что регулирования денежного предложения в разумных пределах будет недостаточно для целевого понижения инфляции, а чрезмерное ужесточение денежной политики скорее приведет к возник-

¹⁴ Абсорбировать избыточное предложение, привлекая средства банков в облигации Банка России или его депозиты за счет повышения ставок или, наоборот, предоставляя дополнительную ликвидность за счет уменьшения процентных ставок по кредитам. Регулирование также возможно за счет нормы обязательного резервирования и других факторов.

¹⁵ Часто понятие «монетарная инфляция» применяют к показателю базовой инфляции (или приравненной к нему по смыслу) — предполагая, что она объясняется исключительно монетарными факторами. Автор еще не встречал работ, посвященных анализу монетарной инфляции, где влияние традиционных монетарных факторов (прирост M0, M2) и валютного курса тестировалось вместе с такими показателями, как динамика кредитования, динамика мировых цен, динамика номинальных расходов (или доходов) населения, динамика тарифов естественных монополий. Собственные предварительные оценки (которые пока нужно рассматривать лишь как предположение) автора относительно величины влияния денежных агрегатов M0, M2 свидетельствуют о чрезвычайно низком значении.

Т а б л и ц а 2

Прирост с июня 2007 года по июнь 2009 года (%)

	Промышленное производство	Девальвация (+)/ ревальвация (-)	Индекс потребительских цен
США	-13,9		3,5
Еврозона	-16,7	-4,1	3,9
Япония	-23,8	-22,5	0,2
Китай	28,4	-10,2	5,3
Бразилия	-6,5	1,0	11,2
Индия	13,6	19,4	17,7
Россия	-11,3	21,3	28,8

Рассчитано по: IFS, OECD, NBS of China.

новению рецессии. Кроме того, абсолютно не понятно, как при вероятном отсутствии практики хеджирования¹⁶ денежная политика в стране, имеющей значительную долю импорта в потреблении, может эффективно абсорбировать внешние ценовые шоки¹⁷. Но при этом волатильность валютного курса будет неоднозначно негативно воздействовать на экономику.

Опыт текущего кризиса показал, что политика свободного плавания не смогла обеспечить большей стабильности экономикам тех стран, где она проводилась. Это видно из нижеследующих данных, в которых докризисное состояние экономики (июнь 2007 года) сопоставляется с нынешним (июнь 2009 года). Даже темпы инфляции, например, в Китае, где курсовая политика является одной из разновидностей политики фиксации курса, оказались сопоставимыми с темпами инфляции в развитых странах. Иными словами, «другие факторы» (шоки) при определении динамики производства, курса и инфляции оказались более важными, чем используемый центральным банком тип курсовой или денежной политики.

Согласно отчетам МВФ даже в тех странах, где центральный банк объявлял о проведении политики свободного плавания, на практике он обычно «скатывался» к политике управляемого плавания, объясняя наращивание резервов необходимостью либо пополнить их с целью укрепления доверия к финансовым ресурсам центрального банка, либо предохранить национальных производителей от «излишнего» укрепления или еще какими-то причинами. Даже Япония в течение многих лет проводила массивные интервенции, скупая валюту, не говоря уже о развивающихся странах. Поэтому на практике режим свободного плавания реализован лишь в наиболее развитых странах, имеющих давние, прочные и диверсифицированные связи в мировой экономике и мировой торговле.

Если в условиях сильной волатильности нефтяных цен избежать скатывания от свободного к управляемому плаванию (и соответственно к сиюминутной корректировке денежной политики), оставаясь в рамках здравого подхода к решению экономических проблем в условиях сложившихся диспропорций в бюджете, реальной экономике, платежном балансе и денежном предложении, будет невозможно, тогда зачем его вводить?

Для выработки альтернативной денежно-кредитной политики чрезвычайно важно ответить на другой вопрос: что является причиной инфляции?

¹⁶ Которое, как мы показывали выше, может оказаться очень дорогим.

¹⁷ То есть как не допустить внутренней инфляции при росте мировых цен на продовольствие или девальвации валюты.

Не является ли требование одновременного контроля за процентными ставками и объемами предложения недостаточным или, наоборот, *избыточным*? Допустим, если инфляция *на самом деле* в большей степени зависит от динамики кредитования¹⁸, то можно ли контролировать ее за счет использования всего одного набора инструментов: к примеру, нормативов обязательных резервов? Ведь изменение нормы обязательных резервов можно рассматривать не только как инструмент абсорбирования ликвидности, но и под другим углом: как инструмент корректировки экономических¹⁹ ставок привлечения ресурсов, что удобно для ограничения притока капитала в случае повторения ситуации, когда банки могут привлекать зарубежное финансирование под низкий процент. Можно изучать и опыт других стран: так, Банк Франции с 1970 по 1986 год напрямую устанавливал предельные темпы увеличения кредитования, а затем заменил данный инструмент нормой резервирования по кредитам.

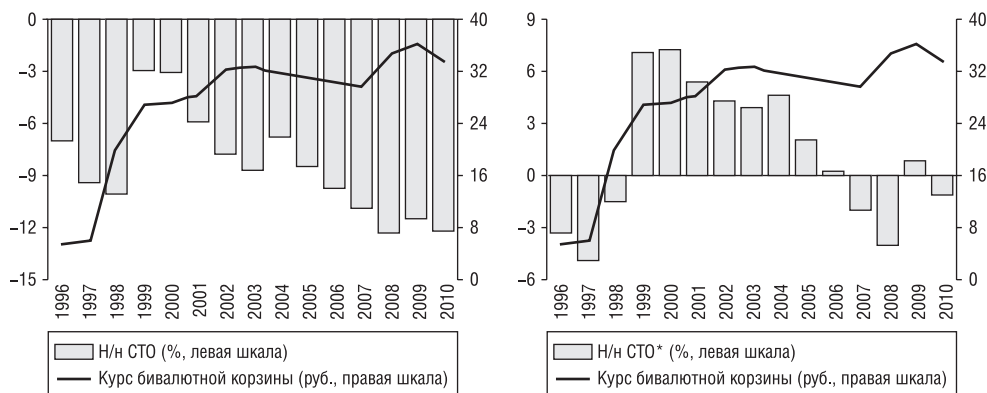
Кроме того, чрезвычайно важным представляется переход от *ad hoc* мер денежной политики (то есть в текущих ожидаемых макроэкономических условиях) к разработке системы мер денежной политики при качественно разных значениях сальдо текущих операций и платежного баланса, источников его дисбаланса, фазах экономического цикла. Во-первых, это даст экономическим агентам представление о вероятных действиях органов денежной политики в различных экономических условиях. Во-вторых, этот анализ может выявить желаемое сочетание условий, благоприятствующих достижению каких-либо целей (таргетирование инфляции) и перейти в рамках проведения денежной политики от решения текущих проблем (поддержание банковской системы, валютная политика) к более долгосрочному целеполаганию — к проведению политики, направленной в том числе на достижение этих выявленных условий.

Что касается валютного курса, представляется более разумным, что в силу специфики российской экономики валютный курс, по-возможности, не должен отражать сырьевую ренту, то есть быть основанным на ненефтегазовом или несырьевом торговом и платежном балансах. Только в этом случае валютный курс может более корректно отражать конкурентоспособность несырьевого сектора экономики. При этом предпочтение должно быть отдано тем правилам валютной политики, которые не задают предопределенным образом динамику бивалютной корзины в сторону укрепления или девальвации — во избежание манипуляции курсом в интересах определенных отраслей экономики.

Критерии могут быть разные — самый простой и понятный, пожалуй, это ненефтегазовое сальдо текущих операций по отношению к ВВП. Данный показатель, независимо от того, не учитывается вклад нефтегазового экспорта полностью или все-таки учитывается в рамках некоторых минимальных обоснованных цен, адекватно описывает риски резкой девальвации рубля как в 1998—1999 годах, так и 2008—2009 годах (рис. 3). Именно риски, так как фактическое значение курса при проводимой валютной политике во многом определяется текущими ценами на нефть. Согласно этому критерию, можно установить правило: если дефицит неспекулятивного сальдо текуще-

¹⁸ Чего исключить нельзя. Например, в текущих условиях показатель M2X — который показывает динамику денежных активов населения и предприятий, — растет темпами, близкими к 10%. Однако в условиях, когда депозиты не трансформируются в кредитование экономики, депозиты становятся *изъятием* денег из экономики — то есть являются фактором замедления инфляции, а не ее роста.

¹⁹ Привлечение ресурсов под ставку 6% при норме обязательных отчислений в размере 30% равносильно привлечению средств под 8,5% при нулевой норме отчислений.



Источники: Банк России, Росстат, расчеты Центра развития.

Рис. 3. Показатели нефтегазового сальдо текущих операций* (н/н СТО) и стоимости бивалютной корзины** 1995–2009 годы и прогноз на 2010 год

* Нефтегазовое сальдо текущих операций, в которое включается часть экспорта нефтегазового сектора в объеме, соответствующем объемам экспорта по некоторым минимальным неспекулятивным ценам. В качестве этих цен для расчета использовались оценки в 10 долл./барр. для 1998 года, и 42 долл./барр. для 2008 года. Оценки для других лет получены лог-линейной экстраполяцией/интерполяцией.

** До 1999 года — курс доллара.

го баланса больше 1% ВВП, то это является индикатором для девальвации рубля. По этому правилу, в 2010 году риски повторной девальвации рубля возрастают из-за отскока импорта, и можно порекомендовать сдерживать его дальнейшее укрепление. Так как в случае проведения политики управляемого рубля могут возникнуть сложности с проведением денежной политики, то никакие, даже самые сложные критерии²⁰, ни в коем случае не должны выполняться механически, а должен быть сформулирован баланс между денежной и валютной политикой.

К сожалению, проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и на период 2011 и 2012 годов», который был направлен на рассмотрение в Государственную Думу Банком России, не содержит рассмотрения проблемы денежного регулирования в контексте динамики валютного курса (за счет отказа от управления последним). Банк России дистанцируется от изложения мер по контролю денежного предложения или денежной массы в зависимости от конфигурации платежного баланса и воздерживается от изложения своей позиции относительно того, насколько желательной или необходимой является политика свободного курса рубля. Закрытость данной позиции для обсуждения лишь увеличивает неопределенность при принятии инвестиционных и иных решений, что неблагоприятным образом сказывается на перспективах выхода российской экономики из рецессии, которая может оказаться весьма затяжной.

²⁰ Критерии могут быть и более простыми: например баланс нефтегазового экспорта и импорта. Он характеризует долю импорта, которую нужно будет сократить в случае нефтяного шока. Чем больше эта доля — тем масштабнее может быть девальвация. Можно предложить и более сложные критерии — баланс сальдо платежного баланса без учета нефтегазового экспорта и чистого притока краткосрочного (до года) капитала и объема активных операций по платежному балансу без учета изменения ЗВР. Последний показатель показывает, как много операций, связанных с покупкой валюты, обеспечено основным экспортом и долгосрочным притоком капитала.