



John Angelillo/UPH / LANDOV/TASC

Пора оформить развод

Для устойчивости национальной валюты Центробанку следует «отвязать» курс рубля от цены на нефть

Юрий Голанд,
ведущий научный сотрудник
Института экономики РАН

Банк России в проекте Основных направлений денежно-кредитной политики на 2016 год, одобренных советом директоров 14 октября, подтвердил приверженность плавающему валютному курсу и отказ от валютных интервенций. Мотивируется эта политика необходимостью приспособиться к ухудшению внешних условий: «Выступая встроенным стабилизатором, плавающий валютный курс позволяет экономике адаптироваться к изменению внешних условий».

В чем же состоит эта адаптация? Прежде всего в быстрой девальвации, оправданной в кризисной ситуации, которая сложилась к концу 2014 года. К тому времени мировые цены на нефть, начавшие снижаться в середине года, упали почти вдвое, из-за санкций стало невозможным рефинансировать большую внешнюю задолженность, наблюдался огромный отток капитала, составивший за год \$153 млрд. Попытка затормозить обесценивание рубля по отношению к доллару и евро путем осуществления валютных интервенций по заранее объявленному алгоритму привела к тому, что ЦБ пришлось в октябре 2014 года продать на внутреннем рынке \$27,2 млрд

и 1,6 млрд евро, а желаемого результата достигнуть не удалось. Валютные спекулянты продолжали играть на понижение рубля. После того как в ноябре ЦБ, стремясь сократить трату резервов, резко снизил размер интервенций, падение рубля ускорилось. В этих условиях в середине декабря было принято решение вообще отказаться от валютных интервенций, что еще ускорило девальвацию рубля. Идея состояла в том, что хотя после девальвации инфляция возрастет, но затем на этом новом уровне цены будут расти медленно под влиянием процентной политики ЦБ и снижения платежеспособного спроса.

На протяжении текущего года те факторы, которые привели к отмене валютных интервенций, стали ослабевать. Среднемесячные мировые цены на нефть в первом полугодии постепенно росли, увеличившись в мае примерно на 37% по сравнению с январем. Правда, фактические экспортные цены, по данным Росстата, выросли в первом полугодии только на 17%. Внешнеполитические риски, вызванные событиями на Украине, после заключения в феврале Минских соглашений стали ослабевать, хотя процесс их выполнения еще

◀ Вместо ЦБ курсом рубля управляют нефтяные спекулянты, которые ориентируются на биржевые колебания цен на фьючерсы на нефть марки Brent

далек от завершения. Во всяком случае, можно говорить о малой вероятности ужесточения санкций. Отток капитала сократился и в III квартале даже сменился, по предварительной оценке ЦБ, небольшим притоком. В этих условиях в первом полугодии шло постепенное укрепление рубля, среднемесячный курс доллара упал с 64,6 рубля в феврале до 50,6 рубля в мае. Справедливо, на мой взгляд, полагая, что укрепление рубля может стать чрезмерным, ЦБ с середины мая и до конца июля ежедневно покупал валюту на рынке в пределах \$200 млн, купив в общей сложности \$10,1 млрд. Разумеется, такая практика противоречила провозглашенной политике свободного плавающего курса, но официально она объяснялась необходимостью пополнить валютные резервы.

Став на путь ограничения чрезмерного укрепления рубля, ЦБ тем не менее не стал возвращаться к практике валютных интервенций в случае появления угрозы его чрезмерного ослабления. В июле–августе мировые цены на нефть вновь стали падать, в этом периоде цена нефти Brent падала с \$63 за баррель в начале июля до \$42,8 на 25 августа, после чего началось новое повышение примерно до \$50 к концу августа.

Этот фактор стал определяющим в динамике курса рубля, за этот период доллар подорожал с 55,8 рубля в начале июля до 70,7 рубля на 25 августа, а затем подешевел к концу месяца до 66,5 рубля. Корреляция между динамикой курса доллара на Московской бирже и ценами на нефть стала еще теснее. Сведения о ценах на российскую нефть Urals поступают с задержкой, а в непрерывном режиме есть доступ к данным о динамике цен на фьючерсы на нефть марки Brent на Лондонской бирже. И игроки на нашем валютном рынке ориентируются именно на колебания этих цен, несмотря на то, что динамика экспортных цен на нефть Urals может отличаться от них. Получается, что вместо ЦБ курсом рубля управляют нефтяные спекулянты. Это, безусловно, необоснованно. Колебания нефтяных цен сказываются на поступлении валюты в страну с лагом в несколько месяцев, да и удельный вес сырой нефти в общем экспорте в текущем году составляет только одну четвертую.

Справедливости ради надо сказать, что в сентябре волатильность обменного курса рубля несколько снизилась, что было связано

с относительной стабилизацией цен на нефтяные фьючерсы. Но эти положительные явления на валютном рынке неустойчивы и могут иссякнуть при новом падении нефтяных цен. Эту опасность ЦБ предвидит и поэтому разработал рискованный сценарий развития при цене нефти менее \$40. И в этом случае предполагается очередная девальвация рубля.

Но если к разовой, даже сильной девальвации экономика со временем может успешно подстроиться, то последствия ряда последующих, пусть не таких серьезных девальваций могут быть значительно хуже. Даже в тех случаях, когда через какое-то время происходит укрепление рубля.

Сильная волатильность обменного курса затрудняет борьбу с инфляцией, ибо в ценовой политике наших предприятий наблюда-

При большой роли импорта рост курса инвалюты прямо ведет к росту цен, в том числе и на отечественные товары. Укрепление же рубля не приводит к такому же снижению цен. В результате падают реальные доходы населения, и у физических и юридических лиц растет стимул к переводу сбережений в валюту

ется явление, которое по аналогии с физическими получило название гистерезиса. При большой роли импорта в нашей экономике рост курса инвалюты прямо ведет к росту цен, причем не только импортных, но и отечественных, а возврат его на прежний уровень не ведет к такому же возврату цен – укрепление рубля в меньшей степени влияет на их снижение. В результате падают реальные доходы населения. У населения и юридических лиц также усиливается стимул к переводу сбережений в инвалюту, для ослабления которого коммерческие банки вынуждены повышать ставки по депозитам и, соответственно, по кредитам. Резкие колебания курса неблагоприятны и для разработки инвестиционных проектов, ибо усиливают экономическую неопределенность.

Вместо адаптации экономики к падению нефтяных цен путем девальваций, порождающих различные негативные побочные действия, было бы правильнее в меру возможностей нейтрализовать ухудшение внешних условий с помощью тех резервов, которые имеются в распоряжении государства. Раз уже ослабло действие тех факторов,



От нефти в России зависит всё, в том числе и денежно-кредитная политика Центробанка

которые в конце прошлого года вызвали отмену валютных интервенций, то теперь есть все основания к ним вернуться. Сейчас нет такой кризисной ситуации, как тогда, цены на нефть колеблются, а не падают монотонно, и ЦБ в состоянии без значительной растраты валютных резервов при продуманной тактике интервенций разорвать тесную связь между динамикой курса и цен на нефть, успешно ограничивая диапазон колебаний обменного курса.

ЦБ в состоянии разорвать связь между динамикой курса и цен на нефть, ограничивая диапазон колебаний курса. Это позволит успешнее использовать денежно-кредитную политику для поддержания экономического роста, снижения процентных ставок

Такие ограничения позволят успешнее использовать денежно-кредитную политику для поддержания экономического роста, снижения процентных ставок. Сейчас против смягчения денежно-кредитной политики, дополнительно вливания средств ЦБ в экономику выдвигается тот аргумент, что они пойдут на валютный рынок. Если же волатильность на валютном рынке будет ограничена, то валютные операции станут менее прибыльными. Тогда предприятиям может стать выгоднее направить полученные средства на производственные цели, и добиться этой цели будет проще, чем при использовании различных административных методов контроля над их движением. В результате и инфляция замедлится.

Это предположение подкрепляется данными о динамике денежной массы в разные периоды развития страны. В период экономического роста в 2000–2007 годах ежегодный рост денежной массы в среднем превышал 40%, а рост цен из года в год снижался. Годовой прирост потребительских цен снизился с 20,2% в 2000 году до 9% в 2006 году. В то же время по отношению к доллару курс рубля укреплялся, и это позволяло смягчить влияние на цены стремительного роста денежной массы. В условиях же экономического спада, когда происходит девальвация, рост денежной массы замедляется, а инфляция, наоборот, ускоряется, ибо она в это время определяется прежде всего ростом обменного курса инвалюты. Так было в 2008 году, это же повторилось и в последние два года, например, за 2014 год денежная масса выросла всего на 2,2%, а цены выросли на 11,4%.

Вместе с тем для стимулирования экономического роста не следует допускать чрезмерного укрепления рубля, есть его оптимальный уровень, содействующий повышению конкурентоспособности отечественных предприятий и учитывающий интересы и экспортеров, и импортеров, и населения. Но в любом случае не-

обходимо снижать волатильность курса до такой степени, чтобы она не препятствовала подъему экономики.

Разумеется, эту меру нельзя рассматривать как панацею от всех бед нашей экономики. Уже много лет говорится о необходимости проведения структурных

реформ, об улучшении делового климата, создании равных условий конкуренции для всех участников рынка, защите прав собственности. Подобные реформы требуют много времени, особенно если не хватает политической воли для их проведения. В этих условиях особенно важны такие действия, которые можно предпринять незамедлительно и получить желаемую отдачу. Пока колебания курса незначительны, нет необходимости в валютных интервенциях, но важно объявить о возврате к управляемому курсу и подтвердить его продажами валюты в случае нового существенного падения рубля. Это уменьшит неопределенность на рынке и станет тем стабилизатором, о желательности которого говорит ЦБ. ■