

Последствия укрепления рубля

Евгений Надоршин, Светлана Шмыкова, Виктор Шпрингель
Институт открытой экономики

Опубликовано в журнале **Рынок ценных бумаг**, №3 (258), 2004 г.

В 2003 г. мы стали свидетелями резкого перелома тенденций на российском валютном рынке. Впервые за всю историю России курс ее национальной валюты стал устойчиво расти по отношению к доллару, многие годы воспринимавшемуся населением как символ стабильности и надежное средство сбережения. По итогам года рубль подорожал по отношению к доллару США на 7,3% в номинальном выражении и более чем на 19% – в реальном. В январе укрепление рубля продолжилось: он подорожал почти на рубль, достигнув уровня начала 2001 г. И власти, и общество задают вопросы: к каким последствиям приведет удорожание рубля и какой должна быть эффективная валютная политика?

Немного теории

Курс национальной валюты – одна из важнейших макроэкономических переменных. Центральные банки большинства стран очень внимательно следят за тем, сколько стоит их валюта на рынке, активно вмешиваясь в ход торгов. Особенно часто этим злоупотребляют в развивающихся странах и странах с переходной экономикой. Нередко поддержание фиксированного соотношения обмена национальной валюты является для монетарных властей основным приоритетом.

Согласно экономической теории, в наибольшей степени от курса национальной валюты зависят темп роста цен в экономике и величина внешнеторгового дефицита. Влияние динамики курса на остальные переменные носит косвенный характер.

Можно выделить два основных канала передачи инфляционных импульсов от валютного рынка к реальной экономике. Во-первых, колебания валютного курса приводят к изменению стоимости импортной продукции. Чем больше в структуре импорта товаров потребительского спроса и прежде всего – товаров первой необходимости, тем выше вследствие девальвации вырастут потребительские цены в стране. Следует отметить, что высокая зависимость России от импорта продовольствия, одежды и обуви во многом объясняет скачок инфляции вслед за обесцениванием рубля в конце 1998 г.

Во-вторых, характер операций Центрального банка на валютном рынке определяет динамику золотовалютных резервов и денежной массы. Усилия по сдерживанию роста курса национальной валюты оборачиваются увеличением резервов и ростом денежной массы. Инфляционное влияние этого фактора сильнее в странах с высокой степенью «долларизации» экономики и преобладанием частного капитала в структуре собственности компаний-экспортеров.

Зная о высокой зависимости инфляции от динамики валютного курса, монетарные власти часто используют фиксацию валюты как инструмент сдерживания цен. Как мы все хорошо помним, политика «валютного коридора», применявшаяся в России с середины 1995 года, стала одной из основных антиинфляционных мер. При этом практика четко показала, что одними только мерами валютной политики без соответствующей коррекции бюджета и структурной экономической политики добиться долгосрочного снижения цен невозможно. Сочетание жесткой денежно-кредитной политики с бюджетной экспансией в 1995–1998 гг. привело к росту реального курса рубля, увеличению стоимости обслуживания государственного долга, спаду производства, в конечном счете инициировав системный финансовый кризис.

Сегодня, безусловно, ситуация радикально отличается от той, что наблюдалась 6–7 лет назад. Экономические и политические реформы, начатые в конце 1990-х гг., стабильный бюджет и внешнеторговый профицит создали базу для экономического роста, сокращения

внешнего долга, накопления валютных резервов. В таких условиях цель снижения инфляции не противоречит цели ускорения экономического роста.

В 2003 году Правительство и Банк России добились сокращения темпа инфляции до 12%, в 2004 году перед ними поставлена задача снизить его до 10%. Безусловно, сокращение инфляции во многом обусловлено мерами по сдерживанию роста цен в отраслях-монополистах и благоприятным стечением обстоятельств. *Во-первых*, темп прироста стоимости платных услуг населению в 2003 г. оказался существенно ниже показателя 2002 г. (соответственно +22,3% против +36,2%). *Во-вторых*, благоприятные климатические условия позволили собрать хороший урожай сахарной свеклы, а также овощей и фруктов. В результате цены на плодоовощную продукцию и сахар снизились в 2003 г. примерно на 5%, в то время как за 2002 г. они выросли более чем на 30%¹.

Однако ситуация на валютном рынке также оказала серьезное влияние на инфляционные процессы. *С одной стороны*, рост номинального курса рубля по отношению к доллару США привел к удешевлению части поступающего в Россию импорта. Как следствие, цены на многие непродовольственные товары (бытовая техника, одежда, обувь, медикаменты) выросли в 2003 г. существенно меньше, чем в 2002 г. *С другой стороны*, наращивание ЦБ РФ резервов (+29 млрд. долл., или +61% по итогам года) привело к росту денежной массы и созданию инфляционного навеса. Правда, удорожание рубля вызвало сдвиг предпочтений населения в пользу рублевых сбережений², что позволило в значительной степени компенсировать негативные последствия роста денежной массы.

Воздействие динамики валютного курса на состояние внешнеторгового баланса связано с проблемой конкурентоспособности производимых в стране товаров и услуг на внутреннем рынке и за рубежом. Принято считать, что, противодействуя избыточному реальному укреплению национальной валюты, Центральный банк помогает экспортерам, предотвращает рост импорта и накапливает резервы, которые могут понадобиться в случае ухудшения конъюнктуры на важнейших для России мировых рынках.

Безусловно, монетарные власти часто сознательно проводят политику ослабления национальной валюты. Так, например, Банк Японии очень часто занимается скупкой долларов на рынке, чтобы снизить курс йены и тем самым создать благоприятные условия для развития реального сектора. Однако российская экономика коренным образом отличается от японской с точки зрения структуры производства и экспорта. В наших условиях «слабый рубль» может являться всего лишь элементом поддержки высокой прибыли добывающих компаний и закрепления опасной для страны структуры экспорта, делающей ее заложницей колебания цен на мировых рынках сырья. Кроме того, возникают сомнения по поводу возможности ограничить импорт с помощью такой политики. Российские товары в силу отсталости отраслей, работающих на внутренний рынок, часто не могут конкурировать с товарами, произведенными за рубежом.

Таким образом, меры, эффективные для развитых экономик, не всегда приносят пользу развивающимся экономикам, опирающимся на экспорт сырья. Поэтому представляется интересным ответить на два основных вопроса: 1) какое влияние оказывает укрепление рубля на инфляцию, реальные доходы и предпочтения населения, экспорт, импорт и другие основные макроэкономические переменные; 2) на что нацелена валютная политика Банка России.

Влияние валютного курса на инфляцию

В последние годы резко изменился характер зависимости внутренних цен от изменения курса доллара. Это можно продемонстрировать как графически (рис. 1), так и с

¹ Наши выводы подтверждаются результатами анализа базового индекса потребительских цен, исключая влияние сезонных и административных факторов: по итогам 2003 г. он составил 11,2%, превысив уровень 2002 г. (10,2%).

² Это подтверждается опережающим ростом депозитов в рублях по отношению к валютным вкладам в российских банках в 2003 г.

помощью регрессионного анализа. Последний показал, что если в 1999–2001 гг. динамика инфляции в существенной степени определялась соотношением рубля и доллара, то начиная с 2002 года влияние валютного курса на потребительские цены стало незначимым. Уменьшение зависимости инфляции от динамики валютного курса может быть связано как с ростом влияния административных факторов (динамики цен в естественных монополиях) на потребительские цены, так и с переключением потребительского спроса с дешевой продукции из стран Восточной Азии, валюты которых привязаны к доллару, на более качественную и дорогую продукцию из европейских стран.

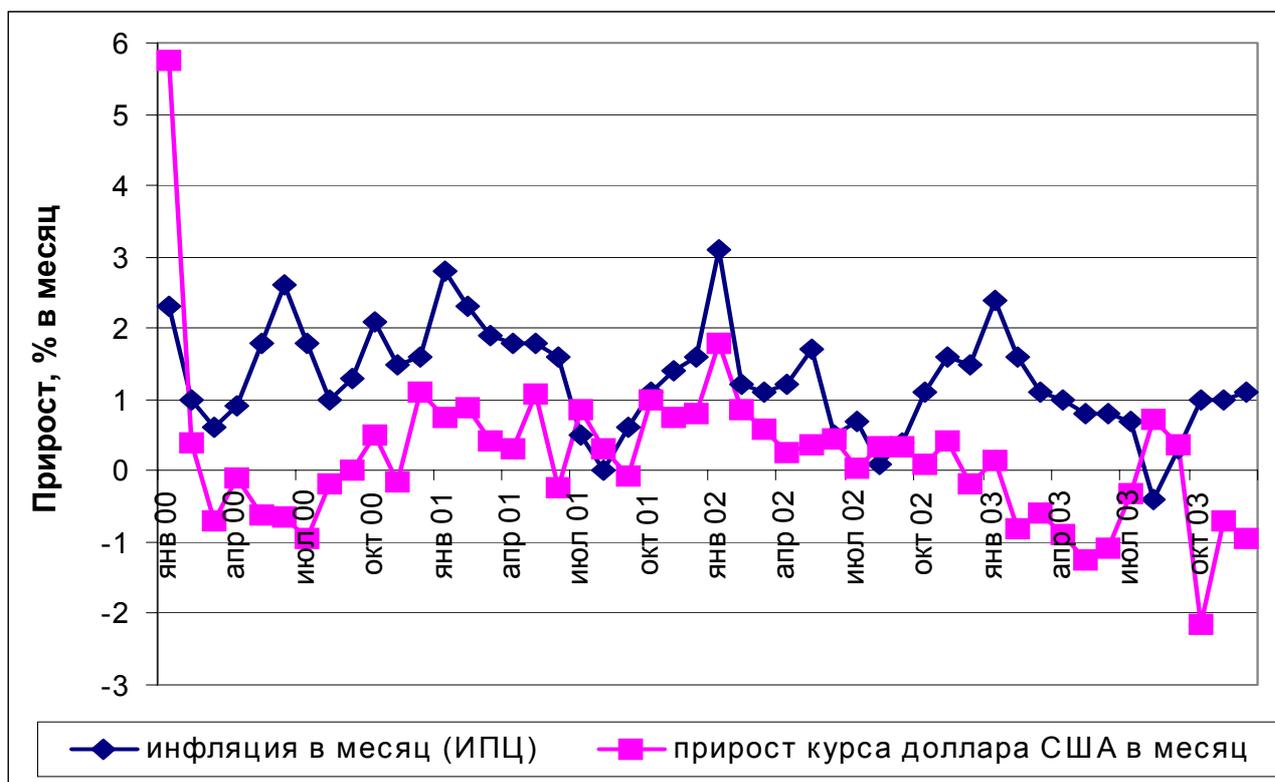


Рис. 1. Соотношение между инфляцией на потребительском рынке и курсом доллара в 2000–2003 гг.

Мы также попытались выявить влияние действий ЦБ в отношении обменного курса на инфляцию. Используемый нами метод³ позволил разделить исходный ряд реального курса рубля по отношению к доллару США на две составляющие. Первая компонента, которую мы назвали фундаментальной, отражает рыночную тенденцию. Другими словами, она показывает тот уровень реального курса, который наблюдался бы в экономике при невмешательстве Банка России в ход валютных торгов. Вторая компонента, переходная, отражает действия Центрального банка по сглаживанию колебаний курса. Наблюдаемое значение реального курса представляет сумму этих компонент. Рост реального обменного курса на графике отражает увеличение реальной стоимости рубля.

Согласно методу разложения, фактическое значение реального курса, находящееся ниже фундаментальной компоненты, говорит о том, что ЦБ РФ в этот период времени проводил активную политику по сдерживанию роста реального курса рубля, то есть обесценивал его в реальном выражении, наращивая резервы и, соответственно, увеличивая предложение денег на внутреннем рынке. И наоборот, превышение реального обменного курса над фундаментальной компонентой свидетельствует о проведении политики укрепления рубля и сдерживания инфляции (рис. 2).

³ Разложение Бевриджа-Нельсона.

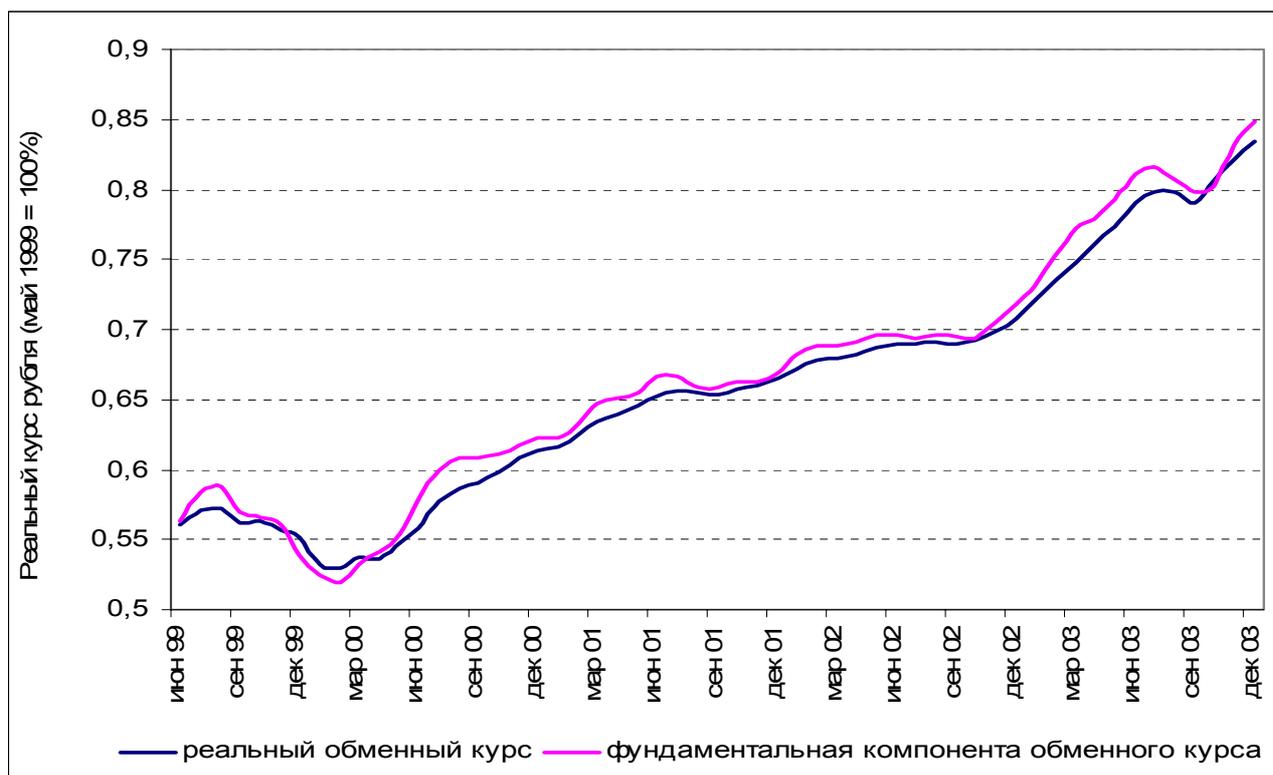


Рис. 2. Динамика реального курса рубля и его фундаментальной компоненты

На графике видно, что на протяжении практически всего периода наблюдения Центральный банк придерживался политики занижения курса по сравнению с рыночной тенденцией. И только в период с декабря 1999 г. по март 2000 г. Банк России, напротив, пытался поддержать рубль и не допустить его чрезмерного обесценивания относительно доллара США. Подобное изменение политики могло быть связано с политическими событиями того периода: с назначением В. Путина исполняющим обязанности президента и последующими выборами. В итоге это позволило не только уберечь рубль от чрезмерного падения, но и удержать инфляцию на рекордно низком для последних четырех лет уровне в первые месяцы 2000 г., что создало благоприятный предвыборный климат.

Полученные нами результаты показывают, что, *во-первых*, на всем временном интервале наблюдается положительная и устойчивая взаимосвязь политики ЦБ РФ и инфляции⁴, а *во-вторых*, с назначением С. Игнатьева на должность председателя Банка России весной 2002 г. чувствительность инфляции к политике монетарных властей несколько снизилась. Последнее может быть обусловлено как изменением приоритетов в политике Центрального банка с приходом нового председателя, так и увеличением набора инструментов регулирования денежного предложения (с февраля 2003 г. ЦБ стал активно применять операции прямого и обратного РЕПО).

Ослабление взаимосвязи колебаний валютного курса и инфляции в последние полтора года компенсируется ростом интенсивности операций ЦБ на валютном рынке. В итоге вклад текущей валютной политики ЦБ РФ в инфляцию за 2003 г. составил немногим более одного процентного пункта из 12% общего прироста индекса потребительских цен. Если же принять в расчет эффект, оказываемый прошлыми действиями монетарных властей, то эта цифра возрастет до 1,6–1,7 пп., что уже свидетельствует о существенном ценовом сдвиге, генерируемом валютной политикой Банка России.

⁴ Величина эластичности инфляции по переходной компоненте, отражающей направление и интенсивность вмешательства Банка России в ход валютных торгов, колеблется в пределах от 0,15 до 0,4 в зависимости от периода.

Влияние валютного курса на реальный сектор экономики

На первый взгляд может показаться, что политика по сдерживанию реального укрепления рубля может защитить конкурентные позиции российских компаний на мировом и внутреннем рынке. Однако анализ показывает, что забота Банка России о национальном производителе неэффективна.

Во-первых, несмотря на усилия ЦБ, доля импортной продукции в структуре потребления устойчиво растет, реагируя на связанный с ростом доходов сдвиг предпочтений населения в отношении качества приобретаемых товаров и услуг (доля импорта в приросте товарооборота выросла с 40% в 2001 г. до 60% в I полугодии 2003 г.).

Во-вторых, постоянно растет зависимость российской экономики от состояния сырьевых рынков (рис. 3). Если в 2001 г. доля минеральных продуктов в структуре российского экспорта составляла 54%, то в 2003 г. она достигла 59%. При этом зависимость экспорта от цен на нефть в 2002–2003 гг. выросла по сравнению с 2000–2001 гг. Скорее, в контексте валютной политики ЦБ РФ следует говорить о заботе о прибыли экспортеров.

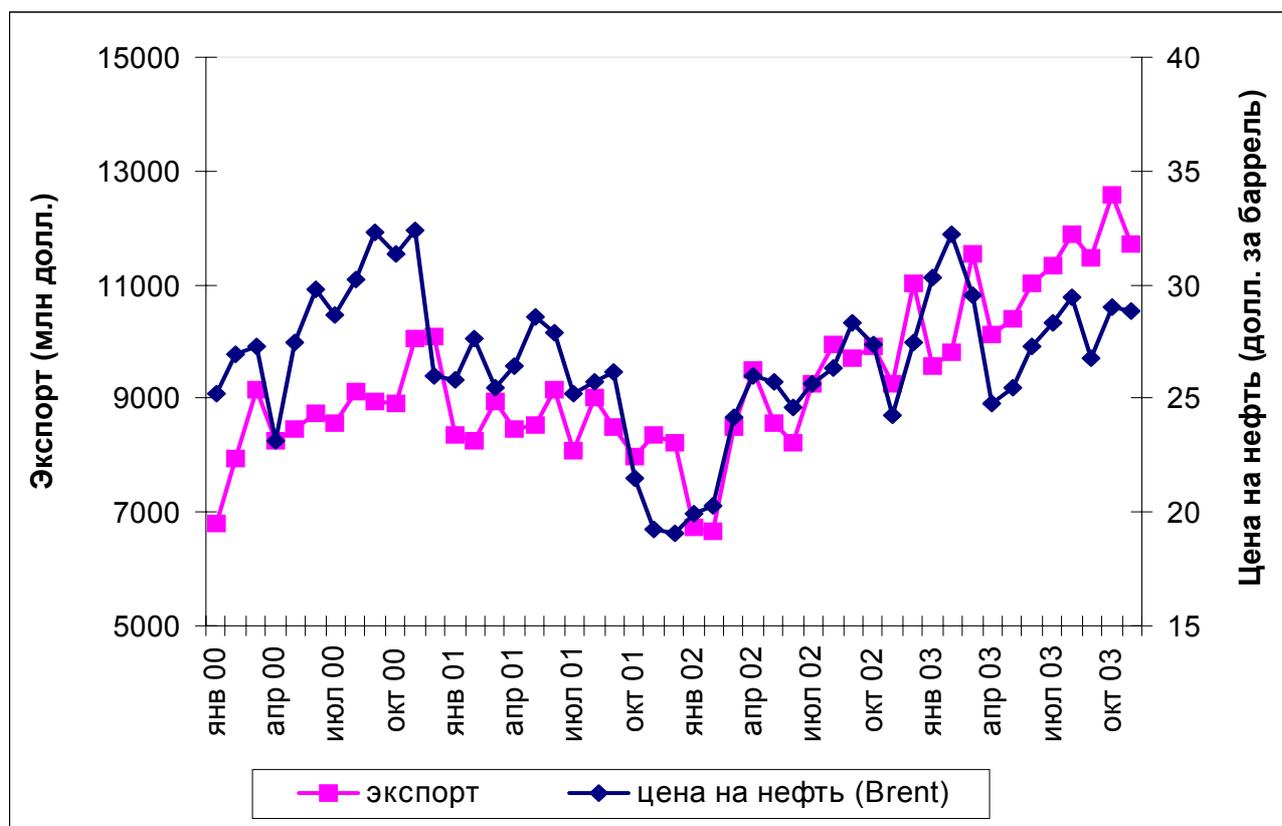


Рис. 3. Динамика цен на нефть и российского экспорта в 2000–2003 гг.

Кроме того, согласно результатам регрессионного анализа ни в отношении импорта или экспорта, ни в отношении реального промышленного производства не было обнаружено статистически значимой зависимости от валютной политики ЦБ РФ. С одной стороны, это говорит о независимости процессов на валютном рынке и в реальном производстве, а с другой, не исключает их возможной обусловленности одними и теми же внешними факторами. В качестве такого фактора могла бы выступать цена на нефть на мировом рынке, рост которой одновременно приводит и к росту производства и экспорта, и к реальному укреплению рубля.

Влияние валютного курса на доходы и предпочтения населения

Регрессионный анализ показывает, что операции ЦБ РФ на валютном рынке вызывают снижение реальных доходов населения. Это вполне естественно, учитывая взаимосвязь политики ЦБ РФ с инфляцией. При этом зависимость доходов населения от

политики ЦБ относительно невелика и наблюдается существенное ослабление связи в период работы нового председателя.

Динамика курса рубля также влияет на предпочтения населения в плане сбережений. Логично предположить, что потенциальный вкладчик, принимая решение о валюте вложения средств, будет ориентироваться не только на предлагаемые банками процентные ставки, но и на ожидания относительно изменения курсов валют. Исходя из этого укрепление рубля должно приводить к росту популярности рублевых депозитов. На общий объем депозитов в банковской системе оно, по идее, влиять не должно.

Однако, как показывает опыт стран с высокой «долларизацией» экономики, динамика курса национальной валюты может стать существенным фактором спроса населения на банковские депозиты. Рост доходности наличной иностранной валюты приводит к замедлению притока средств населения в банки. Использование в качестве средства сбережения наличной иностранной валюты в первую очередь обуславливается недостаточным доверием населения к банковской системе.

Следует отметить, что в 2000–2003 гг. рост депозитов физических лиц (в реальном выражении более чем в 4 раза) в российских банках сопровождался заметными структурными сдвигами. Так, если в начале 2000 г. доля депозитов на срок 1 год и более составляла около 5%, то к концу 2003 г. она возросла до более чем 40%. Это можно считать показателем постепенного укрепления доверия населения к банкам.

Проведенный нами анализ динамики депозитов населения в банках позволил получить ряд интересных результатов. *Во-первых*, в последнее время значительно ослабла зависимость динамики вкладов от реальных доходов населения. Если в 2000–2001 гг. рост реальных доходов на 1% приводил к увеличению депозитов в среднем на 0,6%, то в 2002–2003 гг. соответствующий коэффициент в среднем составлял 0,36%. Данный факт можно объяснить приходом в банки средств, которые население хранило «под матрасом». *Во-вторых*, одновременно снизилась зависимость динамики депозитов от курса доллара США. Если в 2000–2001 гг. удорожание доллара приводило к замедлению притока средств населения на банковские счета, то в 2002–2003 гг. граждане стали обращать больше внимания на доходность депозитов, хотя некоторая зависимость спроса на депозиты от колебаний курса доллара на рынке сохранилась. Следует отметить, что именно с 2002 г. рост рублевых вкладов стал устойчиво обгонять рост валютных депозитов.

Практические выводы

Проведенный анализ позволил определить влияние укрепления рубля, а также валютной политики ЦБ РФ на инфляцию, реальное производство, доходы и предпочтения населения. На основе этого можно сформулировать ряд важных практических выводов.

Достигнуть цели снижения темпа инфляции по итогам 2004 г. до 10% будет достаточно сложно в условиях сохранения валютной политики Банка России неизменной. Сокращение интенсивности операций ЦБ на валютном рынке привело бы к замедлению роста цен на потребительском рынке. Центральный банк накопил достаточно резервов, чтобы обеспечить устойчивость рубля в критических ситуациях. Золотовалютные резервы страны покрывают годовой импорт (критический уровень – 3 мес.) и более 70% денежной массы (M2) (критический уровень – 55%). Поэтому их дальнейший рост, не связанный с поддержанием целевых соотношений с импортом и денежной массой, не имеет особого смысла.

Сокращение масштабов участия ЦБ РФ в валютных торгах приведет к ускорению номинального укрепления рубля. Однако масштабы такого роста не столь уж велики. Разрыв между фактическим номинальным курсом рубля и значением, вычисленным на основе фундаментальной компоненты, по состоянию на декабрь 2003 г. составил порядка 3%. Другими словами, средний номинальный курс в декабре составил бы не 29,44, а 28,5 рублей за доллар.

Разговоры о том, что без вмешательства ЦБ РФ в ход торгов курс может находиться на уровне от 11 (научный руководитель ЭЭГ Минфина Е. Гурвич) до 15 (бывший

председатель Банка России В. Геращенко) рублей за доллар, беспочвенны. Они базируются на расчетах, сделанных на основе принципа паритета покупательной способности – то есть сравнения стоимости схожего набора благ в разных валютах. Такой подход, мягко говоря, некорректен. Российский и американский потребитель имеют разные уровни доходов и, соответственно, разные предпочтения в плане объема и качества потребляемых товаров и услуг. Как показывают исследования МВФ и Всемирного Банка в странах, имеющих сходный с Россией уровень ВВП на душу населения, средний уровень покупательной способности валют составляет 40–50% от доллара США. При пересчете это дает средний курс примерно в 28,9 рублей за 1 долл. на конец 2003 г.

Следует ожидать закрепления сложившихся тенденций в ресурсной политике банков. Укрепление рубля, *с одной стороны*, стимулирует банки занимать средства за рубежом (тем более что процентные ставки в развитых странах находятся на небывало низком уровне), а *с другой стороны*, приводит к активному притоку средств населения. Стабильный рост ресурсной базы позволяет банкам наращивать кредитный портфель. Однако этот процесс должен жестко контролироваться Банком России, так как несет в себе ряд потенциальных угроз. *Во-первых*, деньги населения – это дорогой ресурс для банковской системы, и развитие розничного бизнеса приводит к сокращению общей доходности операций банков. *Во-вторых*, поскольку крупнейшие российские экспортеры, являющиеся наиболее надежными заемщиками, способны привлекать средства на финансовых рынках, то большая часть средств, привлеченных банками за рубежом, направляется более мелким компаниям, работающим на внутренний рынок и не имеющим стабильных валютных доходов. Таким образом, российские банки берут на себя значительные валютные и кредитные риски. Падение цен на нефть, ведущее к замедлению темпов экономического роста и радикальному изменению тенденций на валютном рынке, может инициировать системный банковский кризис.