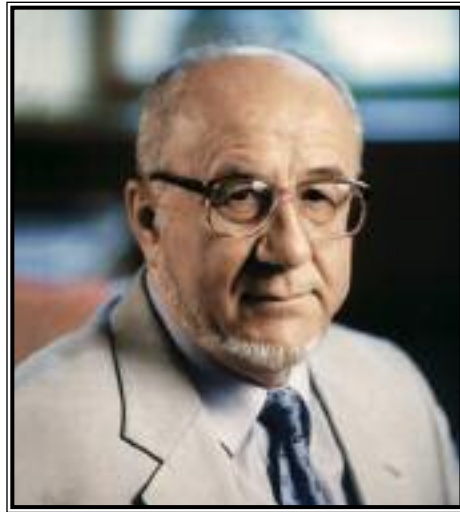


КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ: КРИТЕРИИ РЕАЛИЗМА



ЗАМЕСТИТЕЛЬ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ
ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Олег Владимирович Можайсков

Особенностью рыночных реформ в России является их большая зависимость от валютных отношений, в которых центральное место занимают вопросы конвертируемости российской национальной валюты и формирования обменного курса рубля. Трудно найти другую такую страну мира, где любой выпуск новостей в средствах массовой информации вот уже много лет заканчивался бы сообщением о валютном курсе, только что установленном Центральным банком. Перспективы изменения обменного курса занимают не только участников внешнеэкономической деятельности, но и достаточно многочисленные слои населения. Годами не затихает дискуссия на эту тему в среде ученых. И конечно, курсовая политика была и, пожалуй, остается стержневым элементом государственной макроэкономической политики. Все самые благополучные и самые болезненные периоды новейшей российской истории тесным образом увязаны с тем, на каком уровне находился и какие изменения претерпевал курс рубля.

Все это свидетельствует о том, что в нашем общественном сознании и в повседневной жизни проблемы выбора режима валютного курса и определения его адекватного уровня играют очень важную роль.

В последнее время с новой силой разгорелась дискуссия о том, какой обменный курс нужен российской экономике для ее дальнейшего продвижения вперед. При этом громче других раздаются голоса сторонников ослабления рубля, которые считают, что «девальвационный эффект» стимулирования российской экономики, возникший в результате обесценения рубля в ходе валютно-финансового кризиса 1998 г., себя уже исчерпал и единственным способом возобновить экономический рост является ускоренная девальвация рубля.

На чем базируется эта точка зрения, выражающая, по сути, интересы топливно-сырьевого комплекса? Увы, ее аргументация носит поверхностный, умозрительный характер

и целиком опирается на экономические аксиомы, которые объясняют взаимосвязи между инфляцией, курсом и конкурентоспособностью национального производства. Сторонники этой позиции не подкрепляют свою точку зрения конкретным анализом эффективности российского экспорта и динамики платежного баланса. Если бы они это сделали, то стало бы ясно, что в нынешних условиях внешнее обесценение рубля в унисон с внутренним заведет страну в новый виток инфляционной спирали. Парадоксально, но факт: выход из нее будет возможен только через новую экономическую катастрофу, сродни той, которую мы уже испытали в 1998 г., когда власти упорно пытались превратить непомерно завышенный курс рубля в «якорь финансовой стабилизации».

Поэтому, строго говоря, проблемы выбора валютного курса в настоящее время, по большому счету, не существует, ибо складывающийся курс достаточно жестко обусловлен макроэкономическими параметрами развития страны. Здесь нет места для волюнтаризма. Задача, и очень важная, очень ответственная, состоит в другом: в необходимости тщательно отслеживать динамику этих параметров, их зависимость от курса рубля, равно как и обратные взаимосвязи между ними, и при этом не упускать из виду главное – обеспечивать максимально возможную в данных условиях устойчивость рубля, его внешнюю и внутреннюю стоимость. Соответственно курсовая политика Банка России состоит не в выборе курса, а всего лишь в его своевременной корректировке.

С осени 1998 г. Банк России проводит курсовую политику, основанную на использовании режима плавающего валютного курса. Уже сам термин «плавание» вызывает целый ряд различных образных ассоциаций. Что за корабль отправился в плавание? Дрейфует ли по воле волн и ветров? Отправился ли в неведомое подобно каравеллам эпохи великих географических открытий или оснащен современным навигационным оборудованием и опытные судоводители ведут его в правильно выбранном направлении? Каждый из этих образов может оказаться уместным, в зависимости от экономической ситуации и обстановки, складывающейся на валютном рынке. Важно понимать, что отправная точка «плавания» состоит в том, что Банк России не берет на себя публичных обязательств в виде количественных ограничений на возможные изменения обменного курса российской валюты, который складывается под действием рыночных факторов предложения иностранной валюты и спроса на нее. Но это не означает, что Банк России не имеет ориентиров будущей курсовой динамики.

В силу объективности действия макроэкономических факторов текущий рыночный курс является равновесным, соответствующим складывающемуся в каждый момент времени балансу финансовых потоков.

Однако такой баланс достигается лишь в краткосрочном плане. Всегда остается открытым вопрос: насколько устойчиво достигнутое при данном уровне обменного курса равновесие и какое воздействие он оказывает на экономическое развитие страны сиюминутно и в среднесрочном плане. Принятие политики плавающего обменного курса не освобождает Центральный банк от необходимости искать ответы на эти сложные вопросы и определять ориентиры своей курсовой политики, соответствующие фундаментальным макроэкономическим показателям и целям государственной экономической политики.

Экономическая теория утверждает, что только при среднесрочном равновесном курсе можно одновременно обеспечить достижение максимального объема валового национального продукта (выпуска при близкой к полной занятости всех производственных ресурсов), уравновешенности платежного баланса (такого состояния платежного баланса, при котором не возникает угрозы невыполнения государством или экономикой в целом своих внешних обязательств) и достаточно низких и неускоряющихся темпов инфляции.

Если курс национальной валюты занижен относительно долгосрочного равновесного уровня и при этом формируется большое положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса, а экономика находится в состоянии неполного использования ресурсов (как это было в России в 1999 – начале 2000 г.), то будет наблюдаться экономический рост за счет вовлечения в производство ранее не использовавшихся ресурсов. После исчерпания



экстенсивных факторов роста его темпы замедлятся, и возникают предпосылки для ускорения темпов инфляции. Фактически инфляция в этом случае играет роль корректирующего рыночного механизма, приводящего реальный обменный курс в соответствие с его долгосрочным равновесным уровнем и тем самым устраняющего фундаментальный дисбаланс в экономике. Попытки денежных властей воспрепятствовать реальному укреплению национальной валюты – например, путем ее номинального обесценения – могут увенчаться успехом только в краткосрочной перспективе. При этом неизбежной платой за сохранение заниженного курса станет резкое повышение темпов инфляции.

Значительные отклонения текущего рыночного обменного курса от равновесного уровня как в сторону обесценения национальной валюты, так и в сторону завышения ее курса оказывают отрицательное воздействие на экономическое развитие. Результаты поддержания искусственно завышенного курса рубля являются фактом нашей недавней экономической истории. С другой стороны, удержание заниженного обменного курса национальной валюты снижает стимулы для повышения эффективности производства и в конечном счете ведет к деградации экономики.

В силу вышесказанного проведение целенаправленной курсовой политики Банком России предполагает наличие критериев, позволяющих оценить, насколько тот или иной уровень обменного курса соответствует фундаментальным экономическим показателям и какое влияние оказывает на экономику страны.

При выборе этих критериев, как и при оценке уровня обменного курса рубля, следует учитывать специфику российской экономики, для которой, как и для большинства других экономик переходного типа, характерна низкая привлекательность вложений в активы, номинированные в национальной валюте, по сравнению с инвестициями в иностранные активы, и, как следствие этого, значительный чистый отток капитала. Наши возможности административного противодействия утечке капитала существенно ограничены принятыми Российской Федерацией обязательствами по обеспечению конвертируемости рубля по текущим операциям в соответствии со статьей VIII Устава МВФ. Кроме того, на балансе движения капиталов крайне тяжело сказываются значительные выплаты по внешнему долгу, которые в ближайшие годы еще возрастут.

С учетом этих отягчающих обстоятельств внешний блок экономической политики государства включает в себя такие цели, как:

- обеспечение конкурентоспособности важнейших экспортных отраслей;
- умеренный протекционизм для отраслей жизнеобеспечения населения (производства продуктов питания, легкой промышленности и ряда других), обеспечивающих экономическую безопасность страны;
- поддержание существенного активного сальдо по текущим операциям как необходимое условие для выполнения Российской Федерацией своих обязательств по внешнему долгу без наращивания его общей суммы (с целью постепенного выхода из долговой зависимости).

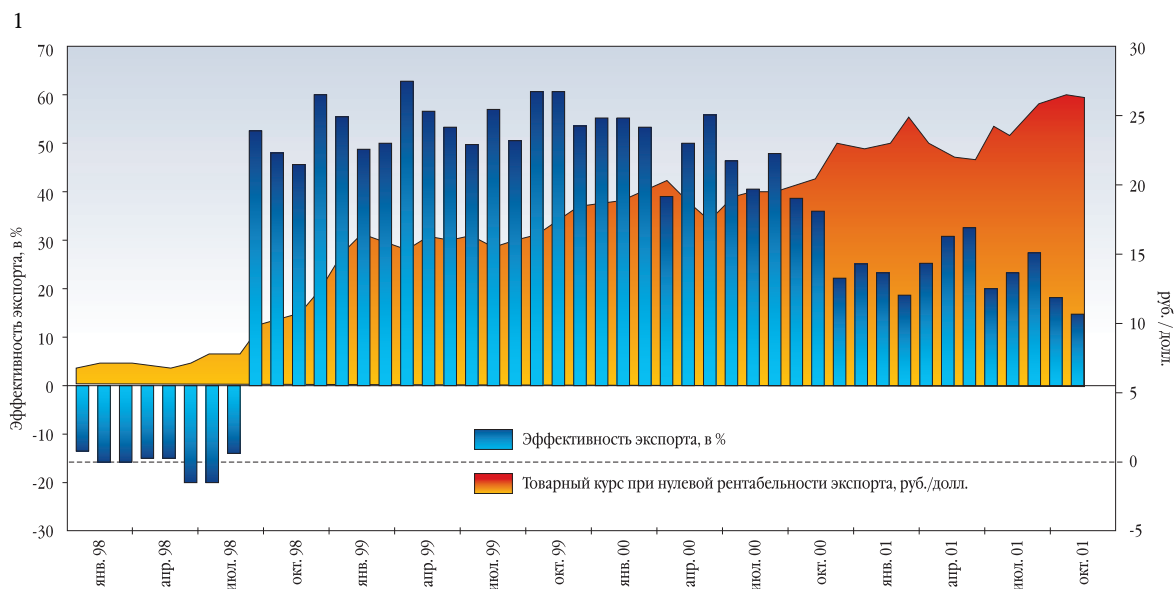
Ориентируясь на эти задачи, Банк России формирует свое заключение о целесообразности поддержания или достижения в среднесрочной перспективе того или иного уровня обменного курса рубля. При этом он основывается на мониторинге ряда количественных критериев, отражающих различные аспекты состояния дел по достижению поставленных целей.

Рассмотрим вкратце эти критерии.

Эффективность экспортных операций. Динамика соответствующего индикатора эффективности экспортных операций, в расчет которого включены основные товары российского экспорта (в первую очередь энергоносители), составляющие свыше 60% его совокупного стоимостного объема, приведена на рис. 1. В период, предшествующий масштабной девальвации рубля, данный показатель оказался на уровне, свидетельствующем об отрицательной эффективности экспорта (в среднем по рассмотренной выборке товарных позиций) и, соответственно, завышенности курса рубля.

С осени 1998 г. данный показатель находится на уровне, означающем достаточно высокую рентабельность экспортных операций в среднем по включенным в расчет товарным группам. В 1999–2000 гг. возрастание закупочных цен на внутреннем рынке было практически





ДИНАМИКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ЭКСПОРТА И ТОВАРНОГО КУРСА

компенсировано ростом мировых цен на энергоносители и некоторые другие экспортные товары. В 2001 году эффективность экспортных операций несколько снизилась, что в первую очередь отразило ухудшение внешней ценовой конъюнктуры товаров, составляющих основу российского экспорта. Усредненный по всем товарным группам, так называемый товарный курс¹ (при нулевой рентабельности операций) составил к ноябрю 2001 г. около 26 руб. за доллар США. Поэтому в настоящее время текущий рыночный курс рубля обеспечивает достаточный запас эффективности внешнеторговых операций с важнейшими экспортными товарами.

Следует заметить, что, хотя показатели торгового баланса и эффективности экспортных операций тесно связаны, последний индикатор позволяет более оперативно, в упреждающем режиме идентифицировать нарушение устойчивости платежного баланса.

Динамика реального обменного курса

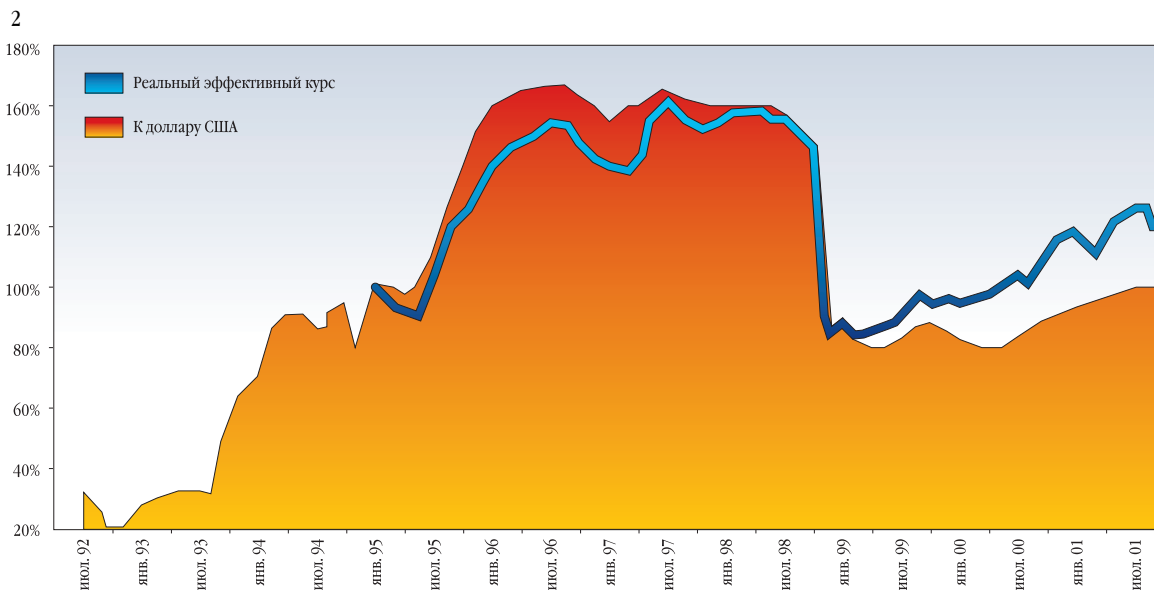
Для анализа влияния обменного курса на экономику основное значение имеют динамика реального курса национальной валюты, т. е. номинального обменного курса, поправленного на темпы инфляции, и степень его отклонения от равновесного уровня.

Значительные отклонения текущего рыночного обменного курса от равновесного уровня как в сторону обесценения национальной валюты, так и в сторону завышения ее курса оказывают отрицательное воздействие на экономическое развитие. В частности, существенное реальное укрепление, происходящее за счет роста номинального обменного курса или за счет высокой инфляции, ведет к потере конкурентоспособности отечественных производителей, вытеснению их продукции с внутреннего рынка импортными товарами и, как следствие, к спаду производства (иногда необратимому).

В 1997–1998 гг. завышенный реальный курс рубля в рамках действовавшего режима «валютного коридора» поддерживался за счет притока в страну капитала в форме вложений в государственные краткосрочные ценные бумаги. При этом конкурентоспособность общественного производства снижалась, стремительно рос потребительский импорт, а сальдо счета текущих операций к середине 1998 г. постепенно перешло в область отрицательных значений. При смене конъюнктуры международных финансовых рынков стоимость обслуживания государственного долга стала непомерно высока, кризис перешел в острую фазу и произошла масштабная девальвация рубля. В ситуации общего коллапса фи-

¹ «Товарный курс» определяется соотношением контрактных цен российских экспортеров в иностранной валюте и их внутренних издержек в рублях на единицу экспортируемого товара.





ИНДЕКСЫ РЕАЛЬНЫХ КУРСОВ РУБЛЯ В 1992–2001 ГГ. (01.1995=100%)

нансовой системы глубина этой девальвации не могла не оказаться явно избыточной по отношению к равновесному уровню. Резко ускорившаяся инфляция лишь частично компенсировала номинальное обесценение рубля, и в реальном выражении курс снизился по итогам 1998 г. более чем на 40%.

Как видно из графика на рисунке 2, последующее реальное укрепление рубля лишь частично компенсировало его предыдущую девальвацию. Реальный эффективный курс, в агрегированном виде учитывающий изменение реального курса рубля по отношению к валютам стран – основных торговых партнеров России, находится примерно на уровне второй половины 1995 г., когда устойчивость платежного баланса была достаточно высока, а процессы, приведшие впоследствии к валютно-финансовому кризису, еще не набрали силу.

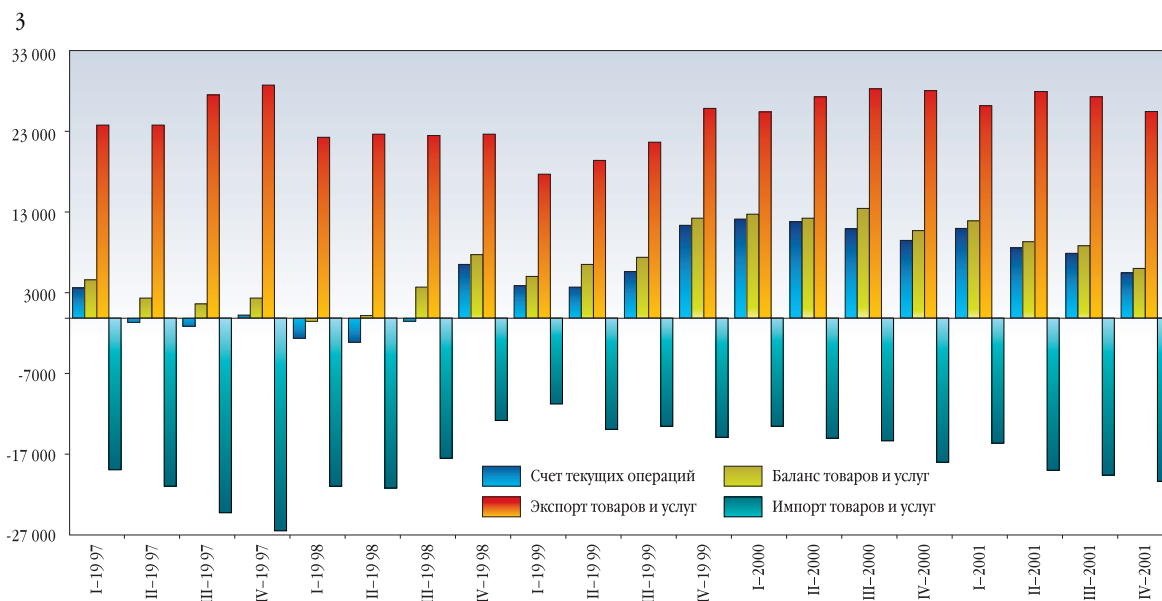
Вместе с тем проводимая в настоящее время Банком России денежно-кредитная и курсовая политика направлена на сохранение устойчивости платежного баланса России в среднесрочной перспективе. В этих целях динамика реального обменного курса рубля должна обеспечивать баланс между поддержанием привлекательности вложений в активы в российской национальной валюте и достаточным уровнем конкурентоспособности российского производства на внешнем и внутреннем рынках. В 2001 году наметилась тенденция к замедлению темпов реального укрепления рубля – за истекший год реальный эффективный курс вырос на 8,6% по сравнению с 17,9%. С учетом происходящих изменений во внешнеэкономической конъюнктуре и макроэкономической динамике в целом в 2000 году курсовая политика Банка России будет ориентирована на дальнейшую стабилизацию реального обменного курса.

Паритет покупательной способности

Если реальный обменный курс позволяет сопоставлять относительную покупательную способность национальных валют в динамике, то паритет покупательной способности говорит об их абсолютном соотношении.

Известно, что для развитых стран характерна долгосрочная тенденция к выравниванию паритета покупательной способности (ППС) национальной валюты, рассчитываемого на основе межстранового сопоставления уровней цен. Данные международных сопоставлений показывают, что для стран с экономикой переходного типа и формирующимися рынками типичным является превышение рыночного курса доллара США к национальной валюте над ППС в два и более раз, обусловленное низкой привлекательностью национальной валюты в качестве финансового актива. При этом соотношение «курс/ППС» на уровне двух (своего рода порогового значения данного показателя с точки зрения международной конкурентоспособности) наблюдалось во второй половине 90-х годов у таких стран, как Чехия, Венгрия, Польша, Мексика и ряд других.





ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 1997–2001 ГОДАХ (ПОКВАРТАЛЬНО, МЛН. ДОЛЛ.)

После девальвации рубля осенью 1998 г. рыночный курс доллара США к российскому рублю превысил ППС в четыре и более раз. Затем под влиянием инфляции это соотношение стало снижаться. По имеющимся данным, ППС для российского рубля составил в середине 2001 г. 12,4 руб. за доллар США. Таким образом, рыночный курс все еще превышает паритетный курс примерно в 2,4 раза, и это соотношение еще достаточно далеко от уровня, характерного для России в середине 1998 года.

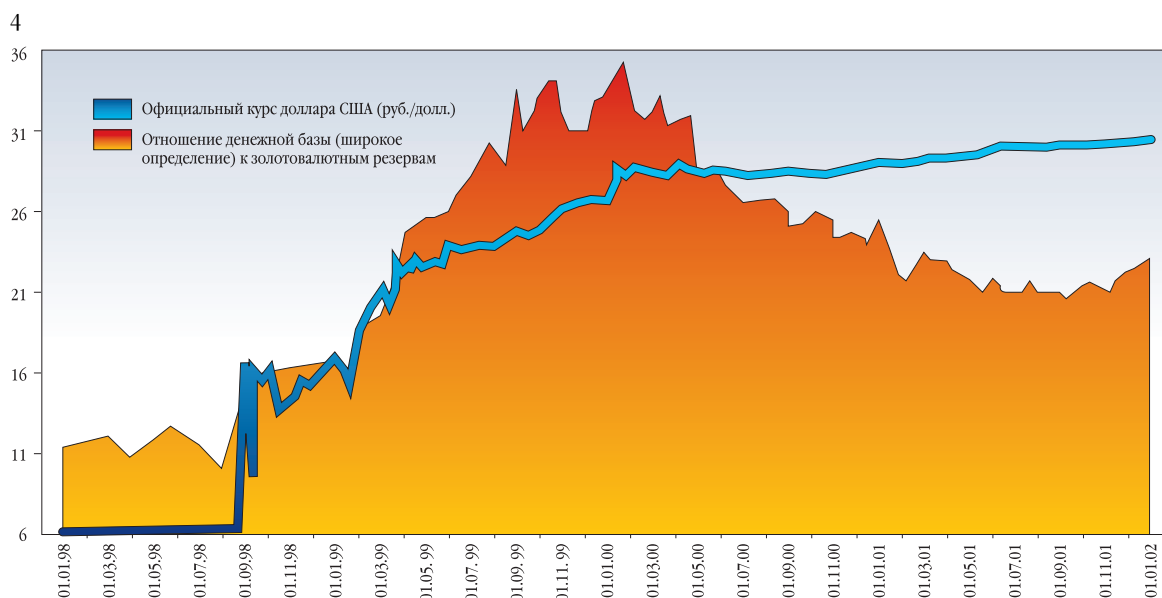
Торговый баланс

Прямым индикатором завышенности или заниженности курса рубля является динамика показателей торгового баланса, приведенная на рисунке 3. Как было отмечено, с учетом таких постоянно действующих факторов, как отток капитала и выплаты по внешнему долгу, России для поддержания устойчивого внешнеэкономического равновесия необходимо обеспечение значительного положительного сальдо торгового баланса.

Положительное сальдо внешней торговли товарами и услугами по итогам 2001 г. должно составить около 40 млрд. долл. США. Сопоставление динамики данного показателя и динамики реального эффективного курса рубля за последние три года позволяет утверждать, что снижение сальдо торгового баланса по сравнению со значением 2000 г. в основном объясняется неблагоприятными для отечественного экспорта изменениями в конъюнктуре мировых цен на его основные товары, а влияние реального укрепления рубля является вторичным по отношению к действию указанного фактора. Следует отметить, что укрепление рубля в реальном выражении в 2001 г. происходило более низкими темпами, чем годом раньше. Сохранение сальдо торгового баланса на достаточно высоком уровне наряду с тенденцией стабилизации реального курса рубля дает основания полагать, что проводимая курсовая политика адекватна сложившейся экономической ситуации.

Необходимо учитывать, что дополнительное стимулирование роста сальдо торгового баланса путем насильственного ускорения обесценения рубля неприемлемо, так как это ведет к обескровливанию внутреннего товарного рынка. Страна, признаваемая по всем признакам как крупный должник, на деле выступает кредитором западного мира. Поэтому такого рода поддержка экспортеров из ТЭК имела бы антисоциальный характер и не способствовала бы развитию российской экономики в целом. Ведь не секрет, что умеренное укрепление национальной валюты создает дополнительные стимулы для увеличения объема инвестиций, направленных на повышение производительности труда и эффективности производства за счет более широкого использования интенсивных факторов его роста. И наоборот, постоянная ставка на девальвацию в ка-





ДИНАМИКА ОТНОШЕНИЯ ДЕНЕЖНОЙ БАЗЫ К ЗОЛОТОВАЛЮТНЫМ РЕЗЕРВАМ

честве стимула экспорта и производства ведет к его примитивизации и постепенному сосредоточению национального хозяйства в рамках экспортно-ориентированных сырьевых отраслей.

Монетарный курс рубля

Еще одним индикатором, позволяющим оценить устойчивость и надежность национальной валюты, является обеспеченность ее золотовалютными резервами, или так называемый монетарный курс. Этот показатель определяется как отношение суммы золотовалютных резервов к денежной базе в широком определении (ко всем рублевым обязательствам Банка России). Фактически это тот курс рубля, который необходимо было бы зафиксировать в случае перехода России к так называемому режиму «валютного управления» (currency board), подразумевающему полное покрытие денег Центрального банка его международными резервами.

С осени 1998 г., когда доверие к рублю достигло своей низшей точки, рыночный курс, как видно на рисунке 4, следовал движению монетарного курса. С апреля 1999 г. по мере улучшения внешней и внутренней экономической конъюнктуры рыночный курс рубля стал формироваться на более высоком, чем монетарный курс, уровне. Однако в середине 2000 г. под воздействием массированных покупок иностранной валюты Банком России рыночный обменный курс был возвращен на уровень монетарного курса. Это также свидетельствует о том, что с точки зрения данного критерия предпосылок для девальвации рубля в настоящее время нет.

Рассмотрение текущей и ретроспективной динамики монетарного курса показывает, что в настоящее время нет серьезных оснований говорить о переоцененности российского рубля. Несмотря на продолжающееся реальное укрепление рубля по отношению к валютам стран – основных торговых партнеров России в 2001 г. (темпы которого, однако, оказались почти в 2 раза меньше, чем в 2000 г.), рубль все еще не восполнил большей части потерь, понесенных в результате глубокой девальвации в 1998 г. Более того, если бы не последовательная политика Банка России, направленная на наращивание валютных резервов и обусловленная огромным долговым бременем, которое вынуждена нести Российская Федерация, обменный курс рубля был бы на существенно более высоком уровне, чем он сложился сейчас.

Дополнительные меры, направленные на снижение курса рубля, которые могли бы быть реализованы в виде более массированной покупки иностранной валюты в резервы Банка России, ничего бы не дали для повышения внешнеторговой конкурентоспособности страны. Обусловленное дополнительной денежной эмиссией ускорение инфляции автоматически привело бы к утяжелению рубля в реальном выражении, который, как известно, и определяет конкурентоспособность (при прочих равных условиях) отечественных товаров по



сравнению с товарами зарубежного производства. Возможности Банка России по дополнительной стерилизации растущего денежного предложения достаточно ограничены из-за сравнительно небогатого набора инструментов денежно-кредитной политики, обусловленного в свою очередь неразвитостью отечественных финансовых рынков.

В текущем году политика валютного курса будет осуществляться в соответствии с утвержденными Основными направлениями государственной единой денежно-кредитной политики на 2002 г. Сохранение режима плавающего валютного курса будет сочетаться с задачами поддержания достаточного уровня золотовалютных резервов и сглаживания резких курсовых колебаний.

Исходя из имеющихся макроэкономических прогнозов, следует ожидать, и это является вполне допустимым, некоторое дальнейшее укрепление рубля в реальном выражении, которое будет происходить еще более низкими темпами, чем в 2001 году.