

Комментарий

Банк России загадывает загадки

Одновременно с представлением федерального бюджета Банк России направил в Государственную Думу проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и на период 2011 и 2012 годов».

Следует отметить, что денежные власти Российской Федерации находятся в непростой ситуации со множеством неопределенностей. В значительной мере, это нашло свое отражение в, казалось бы, избыточности прогнозных вариантов, однако, такой подход нам представляется оправданным – давать сегодня более определенные прогнозы было бы слишком большой самоуверенностью.

К сожалению - и Банк России говорит об этом прямо и неоднократно - денежная политика в ближайшие годы будет строиться под воздействием главным образом внешних обстоятельств – динамики цен на сырьевые товары, составляющие основу российского экспорта, и динамики потоков иностранного капитала. Прогноз платежного баланса, выполненный Банком России, показывает, что при нахождении нефтяных цен на уровне выше \$50/барр сальдо текущих операций в 2010-2012 гг. будет уверенно находиться в положительной зоне, что не будет создавать никакого давления на валютный рынок.

Мы согласны с такой оценкой относительно 2010 г., однако в том, что касается последующих лет, нам представляется, что Банк России необоснованно занижил темпы роста импорта. Сегодня рост импорта сдерживается ограниченностью доступа к кредиту и сжавшимся внутренним спросом. Если предположить, что российская экономика преодолела «дно» и начинает устойчивое движение вверх (а темпы роста ВВП 3-4% в 2010 г. мы однозначно трактуем как уверенный рост⁶), то следует ожидать и нормализации взаимоотношений банковского и реального секторов, и оживления спроса, которое неизбежно приведет к более быстрому росту импорта. В таком случае, если рост импорта в 2010-2012 гг. составит не 8-10%, как прогнозирует Банк России, а 20%, то Россию может ожидать отрицательное сальдо текущих операций в III-ем сценарии уже в 2012 году.

Значительный размер положительного сальдо текущих операций и высокий объем финансирования бюджетного дефицита за счет средств Резервного фонда воссоздадут ситуацию докризисного времени, когда Банк России будет лишен возможности регулировать денежное предложение своими силами – весь прирост денежной ликвидности будет обеспечиваться либо за счет наращивания валютных резервов, либо за счет использования Резервного фонда.

Отсутствие «свободы рук» в регулировании денежного предложения у Банка России делает крайне маловероятным достижение его главной цели: последовательного снижения инфляции вплоть до уровня 5% в 2012 г. Снижение темпов потребительской инфляции в середине текущего года вызвано, главным образом, сжатием потребительского спроса, но если, как это прогнозирует Банк России, уже в следующем году российская экономика начнет расти, то восстановление спроса неизбежно оживит инфляционные тенденции, инструментов борьбы с которыми у Банка России практически не будет.

⁶ Нам кажется, что в своих расчетах Банк России существенно завышает эластичность темпов роста российской экономики по цене на нефть, утверждая, что для выхода российской экономики на траекторию роста уже в следующем году достаточно лишь повышения нефтяных цен до уровня \$80/барр. Впрочем, поскольку далее Банк России компенсирует завышенные темпы роста заниженным спросом на деньги – например, в IV-м, самом оптимистическом сценарии 4,4%-ный рост ВВП должен быть поддержан лишь 18%-ным номинальным (!) ростом спроса на деньги при 9%-ной инфляции – то при оценке денежной программы этим можно пренебречь.

Это подводит нас к обсуждению одной из центральных тем денежной политики в России: вопросу о курсе рубля. В тексте «Основных направлений» содержится очевидное заявление о намерении Банка России перейти к практически свободному курсообразованию: «долгосрочные тенденции курса рубля будут определяться балансом внешнеторговых операций, а также динамикой трансграничных потоков капитала» (что впрочем уже реализовано на практике с июня текущего года). Однако в условиях сильного сальдо текущих операций и комфортного уровня притока капитала на внутреннем валютном рынке будет сохраняться устойчивый избыток предложения валюты (что показано в расчетах Банка России по платежному балансу), который в условиях свободного плавания курса рубля будет создавать постоянное давление в сторону укрепления национальной валюты.

По непонятным (или понятным ???) причинам Банк России уходит не только от дискуссии, но от изложения своей позиции относительно желательности/допустимости укрепления курса национальной валюты, тех выгод или проигрышей, которые оно за собой несет⁷. Связанным с этим вопросом является и еще один: насколько правильным для российской экономики является привязка курса рубля к бивалютной корзине в то время, как ослабление доллара по отношению к евро создает дополнительные конкурентные преимущества для продукции, например, из Китая и стран ЮВА (курсы валют которых привязаны к доллару США) на российском рынке.

Сочетание изложенного подхода Банка России к курсовой политике и необходимость для него проводить интенсивные операции по абсорбированию избыточной ликвидности⁸ (что потребует сохранения депозитных ставок на достаточно высоком уровне⁹) неизбежно воссоздает ситуацию, характерную для 2004-2007 гг., когда российская валюта становится исключительно привлекательной для инвесторов, работающих в сегменте carry trade¹⁰. С одной стороны, это означает, что в краткосрочной перспективе Банк России столкнется с более существенным притоком валюты по счету капиталов, нежели он прогнозирует, и это только усилит давление в сторону повышения курса рубля, а в среднесрочной перспективе - как только состояние счета текущих операций ухудшится, следует ожидать новой интенсивной волны оттока капитала из России. А это именно то, что Россия наблюдала не далее, как год назад.

В целом, нам представляется, что «Основные направления» дают достаточно адекватный прогноз относительно возможного развития ситуации в денежной сфере на ближайшие годы и очерчивают основной круг проблем, с которыми предстоит столкнуться и денежным властям, и российской экономике в целом. Однако отсутствие в документе четкой позиции Банка России по наиболее важным с точки зрения экономики вопросам резко снижает практическую пользу этого документа, и - увы! - повышает уровень экономической неопределенности и сокращает инвестиционные горизонты для бизнеса.

Сергей Алексашенко

⁷ На протяжении ряда лет Банком России высказывалась позиция, что укрепление курса рубля ведет к снижению инфляции, однако расчеты, проведенные в ГУ-ВШЭ, говорят о практически полном отсутствии зависимости динамики инфляции от укрепления курса рубля.

⁸ Гораздо более интенсивные, чем прогнозирует Банк России. В его расчетах по денежной программе предполагается, что банковская система будет сохранять задолженность по кредитам перед Банком России в объеме 800-1000 млрд. рублей, тогда как в докризисный период такая задолженность ограничивалась обычно уровнем в 150-250 млрд. рублей.

⁹ В этой связи нельзя не обратить внимание на отсутствие вообще (!) раздела о процентной политике Банка России на 2010-2012 года в тексте «Основных направлений».

¹⁰ Вложения в относительно высокодоходные денежные инструменты в укрепляющейся валюте при фондировании таких операций за счет заимствований по низким ставкам в ослабляющейся валюте. В данном случае кредитование в долларах США и евро под 1% годовых и вложение в депозиты Банка России под 8,5% годовых при укреплении рубля к бивалютной корзине всего на 2-3% в год дает более чем приличный доход для инвестора при полном отсутствии риска на контрагента.