

чем вероятен, поскольку доходы и ожидания населения при отсутствии «внешнего раздражителя» вроде падающих в три раза цен на нефть, как в 2008 г., какое-то время могут существовать параллельно с нарастанием рецессии в экономике.

Если же не обращаться к столь негативному сценарию, а исходить исключительно из текущей ситуации, то на основе динамики выпуска базовых видов экономической деятельности наша оценка роста ВВП за третий квартал, основанная на динамике выпуска базовых видов экономической деятельности, составляет около 2,5% (к третьему кварталу 2011 года), что означает «рост» ВВП во втором и третьем квартале по 0,2% в каждом, или 0,8% в годовом выражении. Оценка Минэкономразвития роста ВВП за третий квартал несколько оптимистичнее – 2,8% (год к году), но и она даёт невысокие 0,5% роста ко второму кварталу этого года (или 1,9% в годовом выражении). Ну и где здесь 3,7 или 4,3%, которые Минэкономразвития прогнозирует на 2013–2014 гг.?

Николай Кондрашов

Деньги и инфляция

2. ОНДКП – очередной шаг к инфляционному таргетированию

Проект «Основных направлений денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014–2015 годов» (далее проект ОНДКП), одобренный Советом директоров Банка России 26.09.2012, в очередной раз представляет собой шаблонное описание проблем денежно-кредитного регулирования. Впрочем, сам Банк России называет это преемственностью реализуемых принципов денежно-кредитной политики. Так в чем же преемственность и новизна?

1. Цели прежние, целевые установки – более конкретные

Приоритетные цели ОНДКП остались прежними – переход к таргетированию инфляции и политике свободного курса рубля. По сравнению с предыдущим годом впервые указаны краткосрочные ориентиры на следующий год (в 2013 г. предполагается снижения темпов прироста потребительских цен до 5–6%), при этом целевые показатели по инфляции 4–5% с 2014 г. не изменились. Впервые Банк России объявил о сроках перехода к режиму плавающего валютного курса: к 2015 г. проведение регулярных валютных интервенций с целью воздействия на динамику валютного курса будет прекращено.

2. Но с множеством оговорок

Обоснованность краткосрочных ориентиров и их исполнение можно будет проверить лишь через год. Но уже сейчас Банк России подстраховал себя следующими оговорками, которые могут позволить менять целевые ориентиры и сроки их достижения. Так, например, впервые в проекте ОНДКП важным фактором реализации денежно-кредитной политики становится координация усилий Банка России и Правительства, особенно в части индексации тарифов. Если регулируемые цены и тарифы будут отличаться от плановых, что для российской экономики стало привычным явлением, то и выполнение целевых показателей Центробанком может быть отложено. Это признание инфляционного маховика в виде регулярной индексации тарифов, несомненно, является большим сдвигом в позиции Банка России.

Банк России признает, что большое значение будут иметь показатели исполнения федерального бюджета и меры, направленные на повышение равномерности расходования бюджетных средств, развитие ситуации на внешних рынках, соотношение процентных ставок в России и за рубежом, а также решения Банка России в области валютной и процентной политики. Более того, исходя из текста документа, ключевые показатели ОНДКП не являются жестко заданными и могут уточняться при изменении экономической конъюнктуры и отклонении фактических значений от исходных условий формирования вариантов развития экономики.

3. Переходим к плаванию рубля, но не во всех сценариях

Теперь о плавании, точнее, о завершении перехода к плавающему валютному курсу. И опять же с оговоркой – даже после перехода к указанному режиму Банк России допускает возможность проведения интервенций на внутреннем валютном рынке. Чтобы стало ясно, что это означает, придется обратиться к прогнозу платежного баланса.

Банк России рассмотрел три сценария платежного баланса, соответствующих ценам на российскую нефть марки Urals на уровнях 73–78 долл./барр. в 2013–2015 гг. (сценарий падения цен), 97–104 долл./барр. (второй сценарий, при котором цены снижаются относительно ожидаемого в среднем за текущий год уровня 109 долл./барр.) и 121–130 долл./барр. (сценарий роста цен). В первых двух сценариях изменение международных резервов находится в диапазоне ± 25 млрд. долл. (в зависимости от года и сценария), что соответствует валютным интервенциям в объеме примерно 100 млн. долл. в день. А вот в третьем варианте резервы растут ежегодно более чем на 80 млрд. долл. (уступая лишь росту резервов в предкризисные 2006–2007 годы), т.е. на протяжении всего прогнозного периода каждый год Центробанк намеревается проводить активные интервенции на внутреннем рынке. (Следует подчеркнуть, что при сохранении объявленного бюджетного правила большая часть резервов в дальнейшем пойдет на пополнение Резервного фонда за счет средств Минфина). В этом случае ни о каком плавающем валютном курсе говорить не приходится – своими покупками Банк России неизбежно будет препятствовать укреплению рубля. Но кто сказал, что это плохо для российской экономики?

4. Уверенной поступью движемся к дефициту текущего счета

Впрочем, сам прогноз изменения валютных резервов в ОНДКП вызывает сомнения. Во-первых, эластичность экспорта по ценам на нефть кардинально отличается в зависимости от сценария. Так, в первом сценарии падение нефтяных цен в 2014 г. на 36 долл./барр. приводит к сокращению стоимости экспорта товаров и услуг на 114 млрд. долл. (в этом случае эластичность больше 3). А вот

при снижении цен на 12 долл./барр. во втором сценарии экспорт сокращается всего на 23 млрд. долл. (эластичность меньше 2), а в случае роста цен на 12 долл./барр. экспорт увеличивается на 65 млрд. долл. (эластичность значительно выше 5). При этом во всех трех сценариях предполагается отсутствие роста физического объема вывоза топливно-энергетических товаров, на которые приходится примерно две трети российского экспорта товаров. Маловероятно, что оставшаяся часть экспорта товаров и услуг способна генерировать ускоренный рост экспорта в третьем сценарии в 2013 г.

Во-вторых, изменение стоимости импорта товаров и услуг в 2013 г. колеблется в узком диапазоне $\pm 10\%$ в зависимости от сценария. Так, например, при падении нефтяных цен почти на треть в первом сценарии импорт сокращается на 9%, тогда как в схожей ситуации в 2009 г. импорт сократился на 40%. В случае роста стоимости одного барреля нефти Urals на 11% (третий сценарий) импорт растет на 10%, хотя даже в текущем году при стабильных ценах рост импорта, согласно прогнозу Банка России, составит почти 10%. Конечно, импорт определяется не столько динамикой нефтяных цен, сколько валютным курсом, который зависит от внешней конъюнктуры и от валютной политики Банка России. Поскольку импорт в 2013 г. меняется слабо при значительно большем размахе колебаний цен на нефть, можно предположить, что Банк России будет сдерживать колебания курса рубля и, соответственно, импорта.

Переход к дефициту СТО в первых двух сценариях, сопровождаемый чистым оттоком капитала (за исключением небольшого притока при стабильных ценах на нефть в 2015 г.), по нашему мнению, неминуемо приведет к значимой девальвации рубля. Более того, в условиях плавающего курса девальвация будет ровно такой, чтобы как минимум сбалансировать приток валюты по текущему счету, а еще лучше – создать некоторый резерв на случай чистого оттока капитала.

5. Новые правила, новые риски

Чтобы подготовить участников рынка к свободному плаванию рубля, Банк России собирается... за счет своего баланса развивать рынок производных финансовых

инструментов, а именно предоставлять участникам рынка возможность хеджировать свои среднесрочные курсовые и процентные риски. Для этого предполагается использовать валютные свопы на срок до 1 года и другие инструменты денежно-кредитной политики (оперативная замена ценных бумаг на другие из Ломбардного списка без перезаключения сделки РЕПО и т.п.). Спору нет, переход к плавающему курсу национальной валюты должен сопровождаться развитием рынка производных финансовых инструментов, но у нас вызывает серьезные сомнения, что для этого Банк России должен брать на себя какие-либо риски. В недалекой истории последних двух десятилетий можно найти примеры того, как некоторые центральные банки пытались (с разными целями) работать на рынке валютных производных. Результат для центральных банков неизменно был плачевным.

6. Третий лишний

Что ожидает российскую экономику в трех сценариях? Во-первых, согласно проекту ОНДКП, отсутствие кризиса. В первом сценарии предполагается снижение реальных располагаемых доходов населения на 0,4%, инвестиций – на 2,1% и в конечном счете – снижение ВВП всего на 0,4%: с точностью погрешностей российской макроэкономической статистики это, скорее, соответствует стагнации. И это в сценарии, когда среднегодовые цены Urals падают примерно так же, как в период кризиса 2008–2009 гг. Напомним, тогда российская экономика упала – от пика в середине 2008 г. до дна в конце первого квартала 2009 г. – на 10%.

Во-вторых, снижение чувствительности российской экономики к нефтяным ценам. Во втором и третьем сценариях российский ВВП растет на 3,7 и 4% соответственно, при разнице в траекториях (снижение и рост) и уровнях цен на нефть (24 долл./барр., или 25%). Сомнительно, что такой нефтяной развилке будет соответствовать одинаковая (с точностью погрешности счета) динамика ВВП. По нашему мнению, второй сценарий слишком оптимистичен, впрочем, как и первый.

Сергей Пухов