

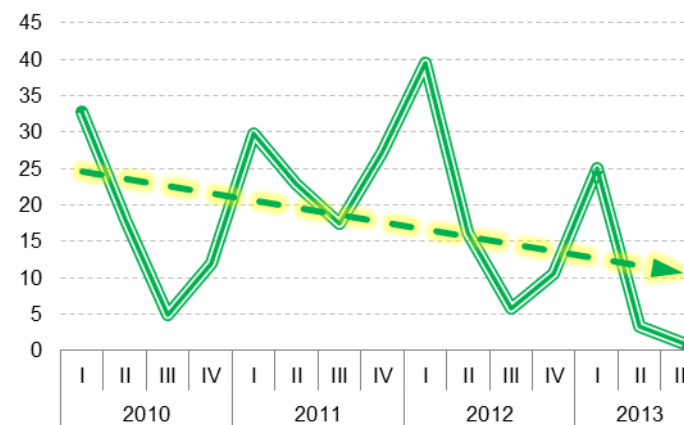
Деньги и инфляция**3. Слово и дело Центробанка⁴**

Судя по событиям последних недель, радикальная смена команды, отвечающей за планирование и реализацию денежной политики, не пошла на пользу Банку России. Не скажу, что мне все нравилось в политике Игнатъева&Со — я считал и считаю, что они бессмысленно и беспощадно подрывали ценовую конкурентоспособность российской промышленности, позволяя рублю укрепляться в то время, как правительство занималось раскручиванием инфляции издержек, регулярно индексируя цены и тарифы естественных монополий. Но Игнатъеву&Со повезло — «на их век» хватило нефтяной подушки безопасности, которая, что теперь стало очевидно, исчерпалась в момент смены Председателя Банка России.

Визуально исчезновение этой «подушки безопасности» можно увидеть на графике (рис. 3.1). Россия — страна, постоянно живущая при положительном сальдо текущих операций. Вообще-то ничего страшного в отрицательном сальдо нет, просто страна должна быть способна в этом случае привлекать иностранные кредиты и инвестиции, чтобы выравнять платежный баланс. Россия, увы, такой страной пока не стала. В результате в новейшей истории были считанные месяцы, когда это сальдо становилось отрицательным, и каждый раз вслед за этим рубль резко дешевел. Правда, объем валютных резервов Банка России тогда был существенно меньше.

В принципе центральные банки могут поддерживать равновесие платежного баланса за счет своих валютных резервов — собственно говоря, в этом и состоит их (резервов) предназначение. Но такая политика допустима на очень ограниченном

Рис. 3.1. Сальдо счёта текущих операций платёжного баланса России, млрд. долл.



Источник: Банк России.

⁴ Материал первоначально был размещен ресурсом www.gazeta.ru (<http://www.gazeta.ru/column/aleksashenko/5777285.shtml#comments>).

интервале времени — любые резервы по определению конечны, как правило, во время резких потрясений на внешних рынках. Но даже такая попытка может оказаться бесперспективной.

Вспомните, как осенью 2008-го Банк России пытался удерживать курс рубля от девальвации, продавая десятки миллиардов долларов в месяц на фоне падающих нефтяных цен. Чем это закончилось, хорошо известно.

Успех антиинфляционной политики центрального банка любой страны зависит не только и не столько от того, насколько правильно он управляет имеющимися в его распоряжении механизмами, а от того, насколько внятно он формулирует свои цели, насколько убедительно объясняет логику своих действий, насколько совпадают его слова и дела. Ведь именно на последнем строится то доверие, без которого ни один государственный орган не может рассчитывать на успех.

Года три назад Банк России взял курс на переход к плавающему курсу рубля. Судя по «Основным направлениям денежно-кредитной политики на 2014 год», в следующем году этот переход должен закончиться. Вот что написано в разделе этого документа, посвященном политике валютного курса: «В 2014 году Банк России продолжит осуществлять курсовую политику, не препятствуя формированию тенденций в динамике курса рубля, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов... Банк России продолжит проводить операции на внутреннем валютном рынке, связанные с пополнением или расходованием средств суверенных фондов.... Также Банк России сохранит за собой право проводить валютные интервенции в рамках решения задач по регулированию уровня ликвидности банковского сектора... не исключает возможности проведения точечных операций на валютном рынке в целях поддержания финансовой стабильности в случае шоковых событий.»

Умри, лучше не скажешь! Все четко и понятно. Но абсолютно не соответствует тому, что происходит в жизни.

В последние полгода (с 30 мая; Эльвира Набиуллина заняла новый пост 24 июня) Банк России ежедневно (за исключением всего восьми дней в конце октября)

продавал валюту из своих резервов. От 13 млн. до 400 млн. долларов в день. В сумме за это время продано 22 млрд. долл. Поскольку никаких комментариев со стороны Банка России, объясняющих цели и задачи таких операций, нет и не было, то приходится перебирать все приведенные выше аргументы, проверяя насколько они могут объяснять сложившуюся ситуацию.

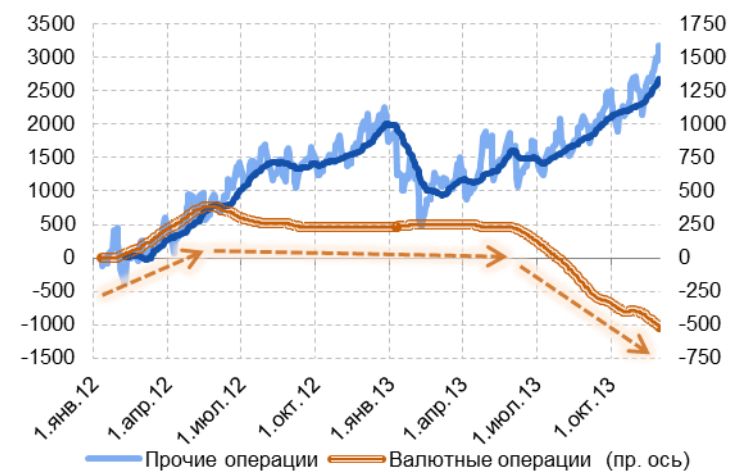
Начнем с конца, с «шоковых событий». Не знаю, как вы, но я ничего шокового в последние полгода ни в российской, ни в мировой экономике не заметил. Так же как не заметил никакой финансовой нестабильности.

Дальше идет «пополнение или расходование средств суверенных фондов» – Резервного и Фонда национального благосостояния. Ну, во-первых, судя по отчетности, вывешенной на сайте Минфина, объем средств этих фондов не меняется с начала года. Во-вторых, ни закон о бюджете на 2013 год, ни какой-либо другой закон не предусматривает расходования средств этих фондов в нынешнем году, а об их пополнении в условиях нехватки средств в бюджете как-то и говорить неприлично.

Последним и самым интересным предположением о причинах продажи валюты Банком России является решение «задач по регулированию уровня ликвидности банковского сектора». В принципе, это заслуживает доверия — на протяжении многих лет покупки-продажи иностранной валюты являлись главным инструментом Банка России по управлению ликвидностью (количеством денег в обращении). В последние годы роль этого механизма стала сходить на нет, но, готов согласиться с Банком России, можно предположить такую ситуацию, когда валютные интервенции будут вновь востребованы.

Но, как и с другими гипотезами, эта тоже не подтверждается жизнью. Вот как выглядит изменение ликвидности в силу операций Банка России с начала 2013 года (рис. 3.2). Синяя линия – предоставление ликвидности Банком России нарастающим итогом за счет всех операций, кроме операций с валютой; красная — то же, но только за счет операций с валютой; поскольку в силу цикличности налоговых платежей синяя линия сильно волатильна, я добавил скользящую

Рис. 3.2. Факторы формирования ликвидности банковского сектора Банком России (нарастающим итогом), млрд. руб.



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

среднюю за месяц (черная линия), которая гораздо отчетливее вырисовывает линию тренда.

Хорошо видно три разных по содержанию периода.

1. Январь-май 2012 года. Банк России покупает валюту, и это является важным фактором в динамике ликвидности.
2. Июнь 2012 – май 2013-го. Банк России воздерживается от крупных валютных интервенций в любую сторону, т.е. рубль фактически находится в режиме свободного плавания.
3. Июнь-ноябрь 2013 года. Банк России активно продает валюту, но при этом все остальные его операции носят противоположный характер, поскольку увеличивают объем ликвидности.

Противоположный характер валютных и прочих операций Банка России по управлению ликвидностью заставляет предположить, что либо в Банке России левая рука (которая с мая выдала, главным образом, с помощью кредитов банкам дополнительной ликвидности примерно на 1,5 триллиона рублей) не ведает, что творит правая (которая за то же время изъяла у банков за счет продажи им валюты примерно половину этих средств), либо что с помощью продаж валюты Банк России решает не задачи управления ликвидностью, а какие-то другие.

Какие? Думаю, догадаться уже несложно. Да-да! Банк России делает прямо противоположное тому, что он декларировал, то есть препятствует «формированию тенденций в динамике курса рубля, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов», а именно качественного изменения состояния платежного баланса.

На следующем графике отчетливо видны те же самые три периода денежно-курсовой политики и, самое главное, как и когда Банк России начал реагировать своими валютными интервенциями на начавшееся ослабление рубля (рис. 3.3).

На первый взгляд, делается это не слишком энергично — подумаешь, каких-то 22 млрд. долл. за полгода, всего-то 6% от собственных резервов Банка России (из 525

Рис. 3.3. Валютные интервенции Банка России на фоне динамики курса рубля



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

млрд. долл. резервов 175 млрд. долл. принадлежит Минфину, т.е. в распоряжении Банка России имеется примерно 350 млрд. долл.). Но, во-первых, все 350 млрд. долл. Банк России вряд ли когда согласится потратить. По стандартам МВФ критической величиной валютных резервов является трехмесячный объем импорта товаров и услуг, а нормальной — шестимесячный, в нашем случае 220 млрд. долл. То есть «свободных» для валютных интервенций средств у Банка России примерно 130 млрд. долл.

Во-вторых, как говорится, лиха беда начало! Можно сказать, что ситуация второй половины 2013 года — это еще цветочки, ягодки будут впереди. Дело в том, что сальдо текущих операций (та самая подушка безопасности, о которой я говорил в начале) неоднородно по характеру и состоит из двух компонент. Первая — торговое сальдо, т.е. экспорт товаров за вычетом импорта товаров. Как не сложно догадаться, быстрый рост нефтяных (и иных сырьевых цен) много лет толкал эту составляющую вверх.

Но всему в этой жизни приходит конец: с конца 2010 года нефтяные цены не растут, и торговое сальдо находится примерно на одном уровне (рис. 3.4). А вот вторая компонента — сальдо услуг, процентных платежей, дивидендов и зарплаты — устойчиво и быстро растет не в пользу российской экономики. На графике хорошо видно, как две линии почти сошлись в третьем квартале этого года, и нет никаких оснований считать, что в динамике этих трендов что-то существенно изменится в ближайшие месяцы.

И, в-третьих, если правая рука Банка России будет продолжать давать кредиты банкам столь же интенсивно, как это было на протяжении последнего года (а если кредиты не давать, то экономический рост совсем в минус уйдет), то рано или поздно банки смогут сыграть против рубля так же решительно и успешно, как они сделали это осенью 2008-го. К чему все это я так подробно рассказываю? Чтобы читателю были понятны мои аргументы под моими выводами. А они таковы.

Первое. При нынешнем уровне цен на нефть (100–120 долл./барр.) у российских властей нет никакой подушки безопасности с точки зрения устойчивости

Рис. 3.4. Компоненты счёта текущих операций, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

платежного баланса. Более того, его структура будет последовательно нарушать равновесие и играть на ослабление рубля.

Второе. Пока не следует обращать серьезного внимания на слова новых руководителей Банка России о переходе к плавающему курсу рубля в 2015 году. Нет, этот переход может и случиться — если давление на рубль будет очень сильным. Но сегодня Банк России не готов отпустить рубль, думая, что у него есть возможности сдерживать его ослабление.

Третье. Поскольку в части денежно-курсовой политики слова и дела Банка России расходятся, то у меня нет оснований верить другим декларациям руководителей этого органа.

Любой политик должен понимать, что действует не в безвоздушном пространстве. Что результаты его деятельности определяются не только его собственными усилиями, но и зачастую факторами, от него не зависящими. Если считать эти факторы несуществующими, пытаться «ломать ситуацию через колено», то последствия могут оказаться печальными. Еще более печальными они могут оказаться в том случае, когда политики не в состоянии четко сформулировать принципы и цели своей политики, скрывая их отсутствие набором красивых, но бессодержательных фраз.

Сергей Алексащенко