

(среднегодовые показатели стоимости рубля представлены в табл. 1.1). С одной стороны, вроде бы много. С другой, только за январь «корзина» подорожала почти на 3 рубля. И, самое главное, решение о том, на сколько и когда девальвировать рубль, находится в руках Банка России. А значит, оно непредсказуемо.

При каких условиях может восстановиться равновесие на валютном рынке? В краткосрочной перспективе – только за счет валютных интервенций; в среднесрочной – за счет девальвации рубля с последующим сокращением импорта товаров и услуг, а также, возможно, за счет сокращения выплаты дивидендов нерезидентам. В долгосрочной перспективе для устойчивой стабилизации платежного баланса необходимо радикальное сокращение «серого» оттока капитала и формирование устойчивого притока прямых инвестиций в страну.

Но с этим у нас большая проблема.

*Сергей Пухов*

## Деньги, инфляция

### 2. Инфляция как функция от курса

*Ослабление рубля чревато ускорением инфляции. Если в 2014 году среднегодовой курс рубля опустится на 16%, то это может прибавить к годовой инфляции до 1,5–2,0 п.п.*

Российская экономика по-прежнему сильно зависит от импорта – поставок потребительских товаров, оборудования, сырья. Согласно данным Росстата, доля импортной продукции в розничном товарообороте выросла за 2000–2007 гг. с 40

---

среднегодовые курс ВБК в 2014 г. составит 42 рубля (при курсе на начало года 38 рублей), курс доллара – 37 руб., евро – 49 руб.

**Таблица 1.1. Оценка среднегодового валютного курса**

|                            | В среднем за год |             |             | Прирост, % |          |           |
|----------------------------|------------------|-------------|-------------|------------|----------|-----------|
|                            | 2012             | 2013        | 2014        | 2012       | 2013     | 2014      |
| <b>Бивалютная корзина</b>  | <b>35</b>        | <b>37</b>   | <b>42</b>   | <b>1</b>   | <b>5</b> | <b>16</b> |
| Курс доллара к рублю       | 31               | 32          | 37          | 6          | 2        | 16        |
| Курс евро к рублю          | 40               | 42          | 49          | -2         | 6        | 16        |
| <b>Курс евро к доллару</b> | <b>1.29</b>      | <b>1.33</b> | <b>1.33</b> | <b>-8</b>  | <b>3</b> | <b>0</b>  |

Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

до 47%, а в посткризисные 2010–2011-е гг. стабилизировалась на уровне 43–44%. При этом данный показатель не включает продукцию отечественного производства, созданную из импортных комплектующих, сырья или с использованием импортного оборудования.

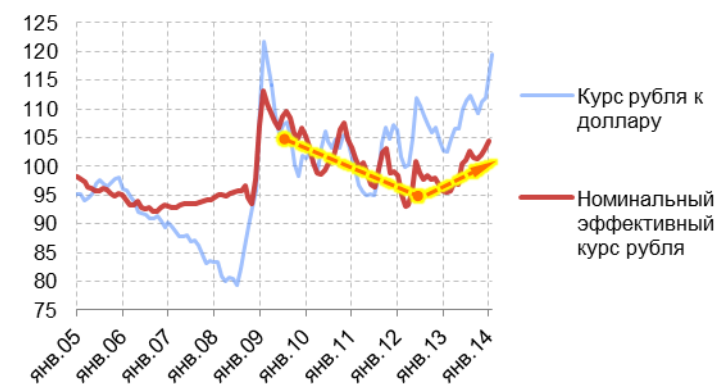
Одним из следствий столь сильной зависимости от импорта является влияние изменения курса рубля на динамику цен потребительских товаров и услуг<sup>4</sup>. При этом значение имеет не столько изменение курса рубля к доллару или евро, сколько курса рубля к корзине валют стран-экспортёров в Россию (номинальный эффективный курс, либо курс, взвешенный по импорту). Важность данного обстоятельства вытекает из зачастую сильных различий в динамике этих курсов. В частности, во время острой фазы мирового финансового кризиса рубль девальвировал относительно доллара на 40–50%, а номинальный эффективный курс рубля просел гораздо меньше – примерно на 22% (рис. 2.1). Более того, зачастую колебания курса доллара не находят отражения в ценниках (импортные цены лишь исчисляются в долларах, а устанавливаются в валютах стран-экспортёров), что создаёт иллюзию слабой взаимосвязи курса рубля и инфляции.

На деле влияние курса на динамику цен есть, хотя оценить это статистическими методами удастся лишь приблизительно, прежде всего, ввиду нестабильности проявления эффекта. Согласно нашим оценкам, эластичность индекса потребительских цен по курсу рубля находится в примерном диапазоне от 0,09 до 0,12, т.е. ослабление курса рубля по отношению к корзине валют стран-экспортёров на 10% прибавляет к инфляции 0,9–1,2 п.п. При этом эффект проявляется не сразу, а постепенно, основная часть – в течение срока до 6 месяцев.

За январь и первую неделю февраля рубль обесценился относительно доллара и евро на 7 и 6% соответственно. Если, согласно рассматриваемому нами сценарию,

<sup>4</sup> Во-первых, некоторые услуги напрямую связаны с иностранным сектором (например, услуги зарубежного туризма). Во-вторых, в стоимость услуг входят издержки на закупку импортных товаров и оборудования. В-третьих, сильное изменение курса национальной валюты приводит к изменению инфляционных ожиданий экономических агентов.

**Рис. 2.1. Динамика номинального курса рубля (100=2011 г., рост индекса – ослабление рубля)**



Источник: Банк России.

который предусматривает дальнейшее ухудшение состояния платёжного баланса, среднегодовой курс рубля в 2014 г. достигает уровня 37 рублей за доллар (при курсе Банка России на 11 февраля 34,76 рублей за доллар), то это можно представить в виде ослабления среднеквартального курса рубля относительно доллара (и евро) темпом 5% в квартал<sup>5</sup>. В отношении динамики валют развивающихся стран, на которые приходится 40–45% совокупного импорта товаров, сделаем предположение о вдвое более медленной девальвации рубля: валюты значительной части развивающихся стран, начиная с 2013 г., ослабляются относительно резервных валют. В этом случае получаем ослабление взвешенного по импорту курса рубля темпом 3,9% в квартал. Используя вышеприведённые эластичности, получаем полный инфляционный эффект в размере 1,5–1,9 п.п. (по 0,4–0,5 п.п. от ослабления рубля за каждый квартал). Относительно небольшая часть этого эффекта (0,3–0,4 п.п.) должна прийти только на 2015 г.: прибавка к инфляции непосредственно в 2014 г. должна составить 1,2–1,5 п.п. Если же ещё сильнее драматизировать ситуацию и предположить, что валюты развивающихся стран не будут обесцениваться относительно доллара, то совокупный инфляционный эффект составит уже 2,0–2,5 п.п., а прибавка к инфляции за 2014 г. – 1,6–2,0%.

Очевидно, наши выводы не могут обрадовать Банк России, который установил точечный ориентир по инфляции на 2014 г. на уровне 5,0% с допустимым отклонением в 1,5 п.п. Получается, что весь ресурс гибкости будет исчерпан действием всего лишь одного фактора – девальвации рубля. А ведь к этому вполне может добавиться и неурожай (в России или в мире). И тогда удержаться в объявленных ранее рамках Банку России будет очень сложно. Правда, в то, что он в такой ситуации пойдет на повышение процентных ставок, мы не верим.

*Николай Кондрашов*

---

<sup>5</sup> Темп подобран исходя из необходимого среднегодового курса рубля.