

## Экономическая политика

### **8. «Если на клетке слона прочтёшь надпись «буйвол», не верь глазам своим!» (Козьма Прутков)**

---

*С конца 2009 г. Банк России неустанно заявляет о подготовке предпосылок для перехода к режиму сводного плавания рубля. А мы с тем же постоянством утверждаем, что в современной России этот режим: а) невозможен, б) не нужен.<sup>18</sup> Январские события на валютном рынке показали, что шансы на победу здравого смысла существуют!*

Чтобы что-то обсуждать, надо сначала договориться о базовых понятиях. Для этого обратимся к дефинициям МВФ, которые являются общеупотребимыми при анализе различных типов валютной политики.

Согласно МВФ, под свободным плаванием (free floating) понимается такой режим, при котором курс национальной валюты формируется *почти исключительно* рынком, а денежные власти проводят интервенции лишь эпизодически (не больше чем три раза по три дня в течение шести месяцев). А под управляемым плаванием (managed floating или просто floating) понимается режим, при котором курс определяется *преимущественно* рынком, но денежные власти в случае необходимости (как они это понимают) воздействуют на формирование курса, активно (чаще, чем три раза по три дня в течение полугода) проводя валютные интервенции. При этом – в отличие от всех режимов фиксации курса – денежные власти не объявляют (а возможно, и не имеют) ни целевого значения курса, ни целевой траектории его изменения.

Теперь вопрос: то, что мы наблюдаем в последние полгода на российском валютном рынке, на что это похоже? Ответ очевиден: за последние полгода с 6 августа 2013 г. по 6 февраля 2014 г. на Московской бирже было 126 торговых дней,

---

<sup>18</sup> См., напр.: Сергей Смирнов. Управляемое свободное плавание? – КГБ № 36 (10–16 октября 2009 г.); Сергей Смирнов. Чего не хватает, чтобы дать волю курсу? – НК № 13 (3–9 апреля 2010 г.).

из которых в течение только 10 дней, включая «западное» Рождество (25 декабря) и Новый год (31 декабря), Банк России *не продавал* валюту. Разве это хоть немного похоже на «три раза по три дня»?

Но – возразят нам – никто и не говорит, что у нас уже действует режим свободного курсообразования; Банк России лишь собирается его ввести с начала следующего года! Но тогда хотелось бы получить ответ на другой вопрос: а что, собственно, произошло на валютном рынке между 13 января, когда Банк России объявил об отказе от целевых интервенций (что подавалось как очередной выверенный шаг к свободному плаванию), и 28 января, когда министр экономики Алексей Улюкаев вдруг сделал неожиданное (особенно в его устах) заявление о возможности введения «некоторых ограничений на степень свободы курсообразования в зависимости от ряда обстоятельств, связанных с финансовой стабильностью»?<sup>19</sup> А через несколько дней еще и Минфин сообщил о пересмотре своих планов по приобретению валюты из Резервного фонда...

На наш взгляд, ничего особенного за это время на валютном рынке не произошло. Разве что рубль стал падать несколько быстрее, чем это ожидалось, и в этой ситуации Банк России решил вмешаться. И правильно сделал! За валютными спекулянтами нужен глаз да глаз: они не преминут «уронить» рубль, особенно на фоне стабильно высокого оттока капитала и сокращающегося торгового сальдо...

А если серьезно, мы можем лишь еще раз перечислить причины, по которым для России режим свободного плавания национальной валюты является, на наш взгляд, менее предпочтительным, чем режим управляемого плавания.

---

<sup>19</sup> См.: <http://ru.reuters.com/article/businessNews/idRUMSEA0R04B20140128>. Улюкаев также сказал: «В существующих условиях возможен другой подход к понятиям инфляционного таргетирования и свободного плавания курса рубля и к темпам их внедрения... Я бы сказал, что инфляционное таргетирование и свободное плавание в принципе допускает интервенции». Мы (и не только мы) писали и говорили это много раз, так что содержательно это вовсе не новость. Но важной новостью является то, что это признал такой известный адепт свободного курсообразования, как г-н Улюкаев!

Среди основных рисков, связанных с введением свободного курсообразования в нашей стране, назовем два. Не потому, что нет других, а потому, что и этих двух, на наш взгляд, довольно.

Во-первых, хотя всем это прекрасно известно, нельзя не сказать о сильнейшей зависимости платежного баланса РФ от нефтяных и прочих сырьевых цен. Январская дестабилизация валютного рынка произошла на фоне стабильных цен на нефть. Что же будет, если она вдруг (а это обычно и бывает «вдруг») немного подешевеет? Неужто Банк России останется в стороне?

Во-вторых, следует указать на типичную для России «параллельность» потоков по текущему и финансовому счетам платежного баланса (в том смысле, что при хорошей мировой конъюнктуре валютные поступления и по тому, и по другому счету обычно увеличиваются, при плохой – уменьшаются). При невмешательстве ЦБ в процесс курсообразования текущий и финансовый счета, конечно, все равно придут в равновесие, но этот процесс будет сопровождаться резким повышением волатильности валютного курса.

Между тем, все российские экономические агенты (особенно, конечно, население, а потому и власти предрасположенные) относятся к резким колебаниям курса с повышенной нервозностью. Поэтому Банк России тоже, скорее всего, вмешается в ситуацию (январский опыт только подтверждает это). И, если незадолго перед этим он громогласно анонсирует переход к свободному плаванию, такая «невыдержанность» явно будет не *комильфо*.<sup>20</sup> А для политики управляемого плавания – нормально!

Отметим также, что в ближайшие годы Банк России заведомо будет вынужден считаться с необходимостью:

- оградить национальную валюту от излишней волатильности, особенно на фоне быстро растущего внешнего долга частного сектора (в этих условиях

---

<sup>20</sup> При этом еще надо иметь в виду, что практика хеджирования валютных рисков, а также необходимая для этого институциональная среда и финансовые инструменты в России все еще не развиты.

девальвация рубля ведет не к смягчению денежной политики и стимулированию экономики, а к снижению чистой стоимости компаний, что грозит проблемами для всей экономики);

- сохранить «подушку безопасности», не растрачивая резервы ниже уровня, достаточного для отражения возможной спекулятивной или панической атаки на национальную валюту;
- поддержать конкурентоспособность отечественных производителей. Хотя в непосредственные задачи ЦБ это не входит, на него по-прежнему будет оказываться сильное давление, если не административное, то, во всяком случае, моральное. Поэтому важно иметь возможность использования интервенций в качестве дополнительного инструмента денежной политики – не вместо, а наряду с процентной ставкой (например, при смягчении денежной политики).

Все эти факторы будут неумолимо подталкивать Банк к России к отходу от политики свободного плавания, к фактическому проведению политики управляемого плавания. Если к этому добавить, что режим управляемого плавания, как показывают специальные исследования, вполне совместим со столь любимой нашими денежными властями политикой таргетирования инфляции<sup>21</sup>, невольно возникает крамольный вопрос: «Может, не стоит так уж стремиться к свободному плаванию? Может, стоит даже открыто провозгласить политику управляемого плавания?»

Хорошо известно, что эффективность воздействия центральных банков на экономическую ситуацию в значительной мере определяется тем доверием (или недоверием), которое к ним питают экономические агенты. Чтобы созидать, а не разрушать это доверие, следует слона называть слоном, буйвола – буйволом, а

---

<sup>21</sup> Вообще-то, далеко не факт, что российскую инфляцию, одна из важнейших причин которой — отсутствие конкуренции (наиболее очевидное в торговле и строительстве), вообще можно победить монетарными методами. Как не очевидно и то, что Центральный банк призван таргетировать именно инфляцию, а не какой-то другой экономический показатель. Но это уже тема для другого комментария.

управляемое плавание – управляемым плаванием. А свободное плавание – оно не для России. Во всяком случае, до тех пор, пока у нас не сформировалась развитая диверсифицированная экономика.

*Сергей Смирнов*

## Циклические индикаторы

### 9. *Опережающий индекс: ниже нуля впервые за весь послекризисный период*

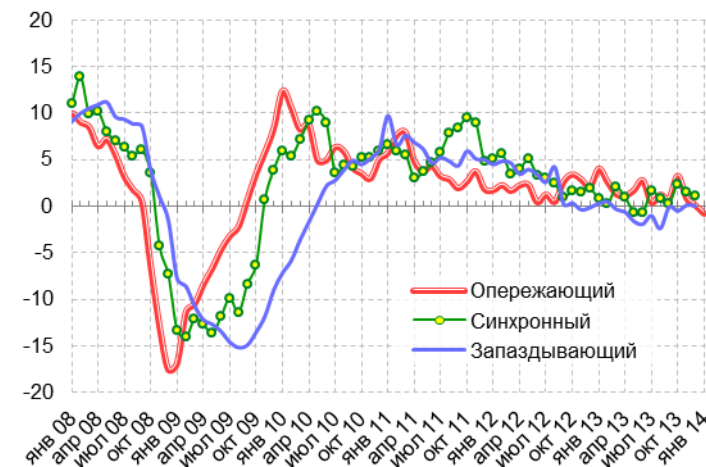
В январе 2013 г. Сводный опережающий индекс (СОИ) опустился ниже нуля (-0,8%) впервые с августа 2009 г.<sup>22</sup> При этом СОИ снизился третий месяц подряд, что тоже внушает некоторую тревогу. Особенно печально, что за этим падением прежде всего стоит стагнация внутреннего спроса (динамики новых заказов и закупок сырья и материалов). Январская девальвация (7,7% по доллару, 6,9% по евро) немного улучшила ситуацию, повысив конкурентоспособность российских производителей, но этого явно недостаточно для того, чтобы переломить ситуацию.

С другой стороны, динамика процентных ставок пока не сигнализирует об особой озабоченности участников рынка. Возможно, это связано с умеренно позитивной динамикой синхронного и запаздывающего индексов (по крайней мере, в сравнении с летом прошлого года). Однако среди компонент опережающего индекса нет ни одной, которая бы определенно указывала на возможность скорого оживления российской экономики. На наш взгляд, даже в хорошем сценарии «топтание на месте» может продлиться еще несколько кварталов.

*Сергей Смирнов*

<sup>22</sup> В качестве компонент СОИ используются индексы New Orders и Quantity of Purchases для обрабатывающей промышленности (банк HSBC). Цены на московскую недвижимость: данные Аналитического центра «Индикаторы рынка недвижимости IRN.RU».

**Рис. 9.1. Динамика сводных циклических индексов (прирост за год), в %**



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.