

А. КУДРИН,
кандидат экономических наук, профессор

РЕАЛЬНЫЙ ЭФФЕКТИВНЫЙ КУРС РУБЛЯ: ПРОБЛЕМЫ РОСТА

Возможности и риски политики «сильного» рубля

Темпы повышения курса рубля в последние годы остаются значительными, что создает риски для сохранения конкурентоспособности российской промышленности. Только за период с 2003 по август 2006 г. темпы повышения реального эффективного курса¹ составили 29,7%, достигнув в 2005 г. максимальной величины — 10,5%. К лету 2006 г. показатель реального эффективного курса рубля вернулся к докризисному уровню 1997 г. По отношению к доллару США реальный курс рубля за указанный период вырос на 56,7%. При этом с момента девальвации рубля в 1998 г. его курс к доллару США в реальном выражении удвоился, а к докризисному уровню периода валютного «коридора» он повысился на 6,7%.

Эти тенденции вызывают обоснованное беспокойство. Если в 1997 г. экономический рост составил 1,4% и бизнес сетовал на жесткую валютную политику Правительства, то после девальвации рубля к доллару в 1998 г. в реальном выражении на 46% темпы роста экономики в 1999 г. повысились до 6,4%, а в 2000 г. — до 10%. Фактически сейчас бизнес действует в условиях менее комфортного валютного курса, чем в 1997 г., и все-таки экономический рост хотя и замедляется, но остается высоким.

Одной из причин торможения экономического роста являются высокие темпы прироста импорта, вызванные повышением курса рубля. По нашим оценкам, при росте реального курса рубля к доллару на 1% стоимостной объем импорта увеличивается на 0,94%; рост ВВП на 1% сопровождается ростом импорта на 1,32%². Применительно

¹ Реальный эффективный обменный курс рубля рассчитывается как средневзвешенный номинальный обменный курс рубля с поправкой на соотношение темпов инфляции в России и в странах — основных внешнеторговых партнерах, причем в качестве весов используются доли соответствующих стран во внешнеторговом обороте России. Номинальный эффективный курс рубля представляет собой средневзвешенный обменный курс рубля к корзине валют стран — основных внешнеторговых партнеров.

² По результатам регрессионного анализа зависимости темпов прироста импорта от динамики курса рубля и темпов прироста ВВП на основе поквартальных данных с 1996 г. по I квартал 2006 г. Эта зависимость на разном временном интервале может изменяться.

к условиям 2005 г. это означает, что из 28,6% прироста импорта 9,9 п. п. обусловлено повышением курса рубля, а 8,4 п. п. — приростом ВВП. Остальные 10,3 п. п. прироста импорта определяются прочими факторами (повышением открытости экономики, совершенствованием законодательства, развитием инфраструктуры и др.).

Отметим, что по отношению к валютам наиболее крупных внешне-торговых партнеров России курс рубля повысился еще сильнее, чем общий показатель его реального эффективного курса. Согласно действующей методологии Банка России, при расчете реального эффективного курса рубля к иностранным валютам учитываются валюты стран — основных внешнеторговых партнеров России с удельным весом в совокупном внешнеторговом обороте не менее 0,5%. Число таких стран в 2005 г. составляло 34 (на их долю приходилось 86% общего внешнеторгового оборота России), а в 2006 г. — 35 (87%). В таблице 1 представлено распределение стран по группам в соответствии с их долей во внешнеторговом обороте России.

Т а б л и ц а 1

Группировка стран — внешнеторговых партнеров России при расчете реального эффективного курса рубля в 2006 г.

	Удельный вес в индексе реального эффективного курса рубля				Итого
	Более 4%	от 2 до 4%	от 1 до 2%	менее 1%	
Количество стран	7	8	9	11	35

Таким образом, большинство стран, чьи валюты учитываются при расчете реального эффективного курса, во внешней торговле с Россией имеют долю менее 4%. К семи странам, удельный вес которых в индексе реального эффективного курса рубля превышает 4%, относятся Германия, Белоруссия, Украина, Китай, Италия, Нидерланды и США. Их общая доля во внешнеторговом обороте России в 2005 г. составила 50,2, а в 2006 г. — 51,3%.

Определим уровень повышения курса рубля по отношению к перечисленным торговым партнерам России. В качестве расчетного примем период с 2002 г. по август 2006 г. (для него существует официальная статистика производных показателей обменного курса рубля).

Из рисунка 1 видно, что динамика индекса реального курса, рассчитанного к валютам семи основных торговых партнеров России, выше общего показателя укрепления курса рубля к иностранным валютам. Так, за рассматриваемый период в целом реальный эффективный курс повысился на 26,7%, в то время как по отношению к валютам семи основных торговых партнеров России — на 32,4%. Следовательно, в последние годы российские товары в еще большей степени, чем отражает реальный эффективный курс, утрачивали свои ценовые преимущества относительно товаров, произведенных в этих странах.

Повышение курса национальной валюты такими высокими темпами опасно для любой экономики, и правительства обычно избегают политики «сильных» национальных валют. Страны—экспортеры нефти в период высоких цен на сырье, несмотря на значительные профициты счета

Реальный эффективный курс рубля
(декабрь 2001 г. = 100)

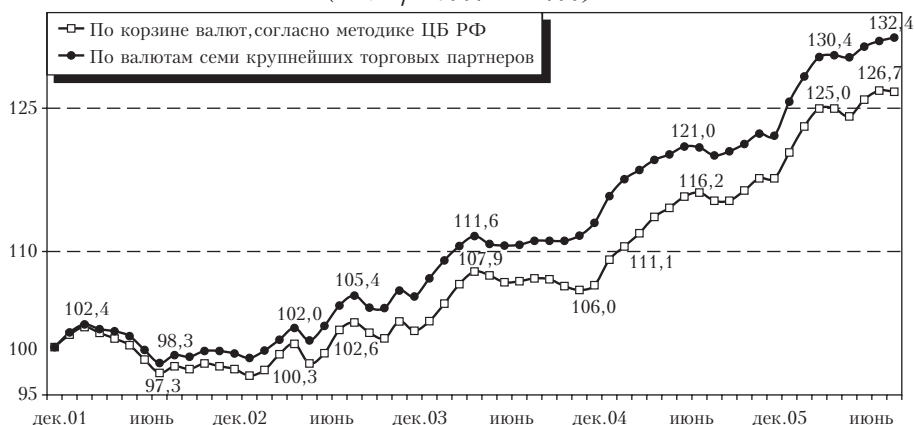


Рис. 1

Т а б л и ц а 2

**Прирост реального эффективного курса национальной валюты
в странах-экспортерах нефти**

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Кувейт	4,2	5,1	-0,9	-7,7	-5,4	...
Мексика	10,0	8,3	-0,2	-12,8	-5,3	...
Объединенные Арабские Эмираты	5,9	6,5	-0,5	-7,8	-5,1	...
Казахстан	-0,6	-1,5	-4,8	-1,1	5,5	...
Россия	14,2	8,0	-2,3	4,1	4,7	10,5

текущих операций, стремятся не допускать повышения эффективных курсов своих валют; более того, они часто прибегают к их ослаблению (Кувейт, ОАЭ, Казахстан) (см. табл. 2).

Высокие цены на нефть при мягкой финансовой политике правительства приводят к так называемому эффекту «голландской болезни», которая проявляется в России в своем классическом виде. Наиболее сильно отрицательное влияние быстрого повышения курса рубля ощущает бизнес, поскольку внутренние издержки начинают превышать издержки при производстве аналогичных товаров в других странах. При этом снижение ценовой конкурентоспособности не компенсируется ростом технологической эффективности. Повышение курса сдерживает экспорт продукции конечных отраслей.

В последние годы импорт рос намного более высокими темпами, чем отечественная промышленность. Так, в 2000–2005 гг. средние темпы прироста физических объемов импорта составили 21,3%, в то время как средние темпы прироста объемов промышленного производства — всего лишь 6%, или были в 3,6 раза ниже (см. табл. 3).

Фактический объем импорта товаров и услуг значительно превышает запланированные показатели. Так, на 2004 г. он прогнозировался в размере 78,4 млрд долл. США, а реально составил 131,1 млрд долл., в 2005 г. — соответственно 104,7 млрд и 164,7 млрд долл. США. Зависимость российской экономики от импорта усиливается с каждым годом, о чем косвенно свидетельствует то, что в торговле и

Темпы прироста импорта и промышленного производства в России
(в % к предыдущему году)

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	В среднем
Темпы прироста физического объема импорта	36,0	17,9	16,3	18,6	21,1	17,6	21,3
Темпы прироста промышленного производства	8,7	2,9	3,1	8,9	8,3	4,0	6,0

строительстве темпы прироста объемов производства в два-три раза выше, чем в промышленности.

Вместе с тем повышение курса рубля оказывает и положительное влияние на экономику. В частности, происходит вытеснение из внутреннего обращения иностранной валюты: увеличивается объем ее продаж как банками и предприятиями реального сектора экономики, так и населением. За первое полугодие 2006 г. он составил 6,3 млрд долл. В результате растет спрос на российские деньги, что способствует замедлению скорости их обращения и снижению инфляции. Повышение курса рубля также приводит к снижению инфляции, сдерживая рост цен на товарных рынках с высокой долей импорта (около 30% в потребительской корзине). Однако на рынках с низким уровнем конкуренции и невысокими темпами роста производства его стабилизирующее воздействие оказывается незначительным.

В условиях повышения курса рубля внешние заимствования для российских компаний и российские финансовые рынки для иностранного капитала становятся все более привлекательными. Вместе с тем дополнительный приток капитала в страну при избыточной ликвидности обостряет проблему инфляции.

Укрепление курса национальной валюты способствует удешевлению стоимости инвестиций в импортные машины и оборудование, ввоз которых растет существенно более высокими темпами, чем потребительский импорт. Так, если в 2000 г. доля машин и оборудования в общем объеме импорта составляла 31,4%, или 10,6 млрд долл. США, то в первом полугодии 2006 г. она увеличилась до 47,1%, или до 30,6 млрд долл. Вместе с тем действие этого эффекта резко ослабляется низкой диверсификацией инвестиций. Объем инвестиций в основной капитал (без учета субъектов малого предпринимательства и неформальной деятельности) в текстильной и швейной промышленности, производстве пищевых продуктов и в машиностроении в 2005 г. составил 116,1 млрд руб. против 362,7 млрд руб. в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых.

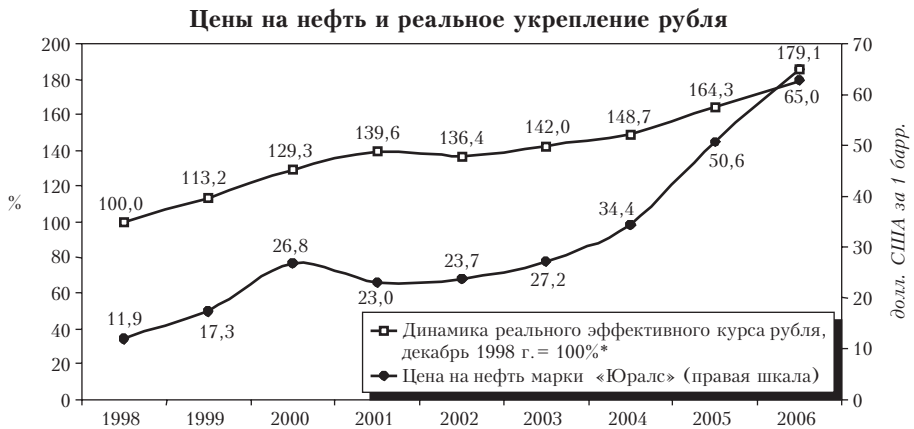
Цены на нефть и повышение курса рубля

Период с 1998 г. по настоящий момент характеризуется высокой инфляцией, которая в результате финансового кризиса резко вырос-

ла — с 11% в 1997 г. до 84,4% в 1998 г. Ее последующее снижение в результате разумной политики, проводимой денежными властями, было ограничено повышением цен на нефть и нарастающим денежным предложением, которое Правительству совместно с Банком России удалось нейтрализовать лишь частично. В целях снижения инфляции Банк России предпринял более решительные действия по повышению номинального курса рубля, что в сложившейся ситуации является необходимой мерой для уменьшения эмиссии денег в обмен на нефтедоллары. Очевидно, цели снижения инфляции в настоящее время стоят на первом месте, а курсовая политика становится все более гибкой.

Проанализируем повышение курса рубля в 2005—2006 гг., а также ответим на вопрос, почему были превышены целевые ориентиры денежно-денежной и курсовой политики.

Зависимость курсовой политики от цен на нефть все годы после кризиса августа 1998 г. оставалась очень высокой. Об этом свидетельствуют данные о динамике цен на нефть и эффективного курса рубля (см. рис. 2). Причем следование курса за ценами на нефть, ставшее драматическим для российской экономики в 1998 г., в настоящий момент воспроизводится снова.



* С 2002 г. — официальные данные.

Рис. 2

Непредсказуемость динамики цен на нефть стала главной причиной расхождения плановых и фактических параметров курсовой и денежно-кредитной политики (см. табл. 4).

Т а б л и ц а 4

Цена на нефть и счет текущих операций (млрд долл. США)

	2005 г.		2006 г.	
	план*	факт	план*	оценка**
Цена на нефть, долл./барр.	28,0	50,6	40,0	65,0
Профицит счета текущих операций	38,0	83,6	65,8	115,4
Прирост валютных резервов	19,0	61,5	51,7	100,0

* В соответствии с Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на соответствующий год.

** Согласно официальному прогнозу.

Так, цены на нефть в соответствующих бюджетах прогнозировались на 2005 г. на уровне 28 долл. США/барр., фактическая же цена составила 50,6 долл./барр.; на 2006 г. — соответственно 40 и 62 (за восемь месяцев) долл./барр. В 2005 г. при цене на нефть 28 долл./барр. сальдо счета текущих операций прогнозировалось в размере 38 млрд долл.США, а прирост валютных резервов как результирующая платежного баланса планировался в размере 19 млрд долл. Фактически они составили соответственно 83,6 млрд и 61,5 млрд долл. Для 2006 г. прогноз этих показателей был на уровне 65,8 млрд и 51,7 млрд долл., а ожидается: сальдо счета текущих операций в размере 115,4 млрд долл., прирост валютных резервов — около 100 млрд долл. Очевидно, такое усиление платежного баланса требует адекватных действий денежных властей.

Значительное превышение фактических (ожидаемых) значений цен на нефть над прогнозными привело к тому, что не были выполнены целевые ориентиры ни по укреплению рубля, ни по инфляции. Когда утверждался прогноз для формирования бюджета 2005 г., темпы повышения эффективного курса рубля прогнозировались в размере 8%, фактически же они составили 10,5%. На 2006 г. при утверждении бюджетного прогноза рост эффективного курса был оценен в 4,7%. За восемь месяцев этого года он уже повысился на 7,7%, а в целом за год, согласно официальному прогнозу, ожидается на уровне 7—9%. Номинальный курс рубля к доллару США в 2005 г. прогнозировался в размере 30 руб./долл., а фактически составил 28,3 руб./долл.; в 2006 г. — соответственно 28,6 руб./долл., а в целом по итогам года ожидается 27,3 руб./долл.

В 2005—2006 гг. индекс потребительских цен прогнозировался в размере 8,5%. В прошлом году он превысил целевой ориентир на 2,4 п. п. и составил 10,9%. За восемь месяцев этого года ИПЦ достиг отметки 7,1%. При этом в июле и августе динамика потребительских цен была существенно выше, чем в прошлом году, что прежде всего определялось усилением базовой инфляции — с 0,3% в июне до 0,5 в июле и 0,6% в августе против 0,5% в месяц в июле — августе прошлого года (см. рис. 3).

Базовая инфляция в России в 2005—2006 гг.
(в % к предыдущему месяцу)

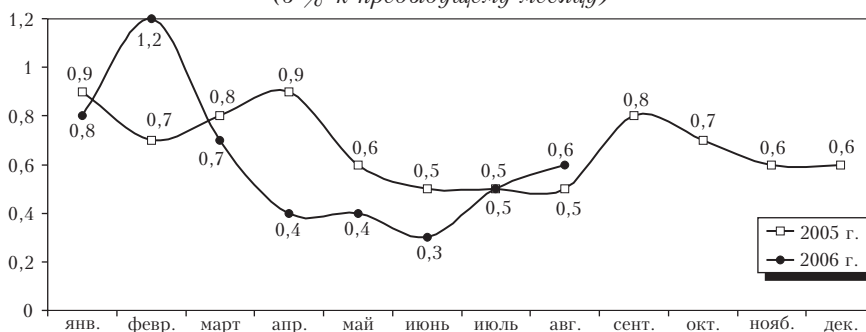


Рис. 3

Усиление базовой инфляции в 2006 г. обусловлено значительным ускорением (за счет существенного роста валютных резервов) темпов прироста денежной базы, которые начиная с мая стали пре-



Рис. 4

вышать уровень 2005 г. (см. рис. 4). В результате в 2006 г. прирост денежной базы ожидается в размере 31% (по прогнозу — 20%). В 2005 г. этот показатель прогнозировался на уровне 24%, фактически же составил 31,6%.

Для того чтобы изъять избыточную ликвидность из экономики, ЦБ РФ активно использует процентную политику. С начала года ставки по депозитам Банка России были увеличены трижды. Так, по депозитам сроком «1 неделя» ставки были повышены с 1% в начале года до 2,5% в настоящее время. Кроме того, в конце августа было принято решение об увеличении норматива обязательных резервов по обязательствам российских банков перед банками-нерезидентами. Нынешний норматив, составляющий 3,5% по обязательствам как перед резидентами, так и нерезидентами, по-прежнему намного ниже, чем в период с 2000 г. по первое полугодие 2004 г. (7–10%). Напомним, что летом 2004 г. нормативы были существенно снижены из-за дефицита ликвидности на денежном рынке.

Несмотря на более активное использование Банком России инструментов стерилизации избыточного денежного предложения, основная нагрузка в этой области легла на Правительство (см. рис. 5). За первые восемь месяцев 2006 г. расширенное правительство изъяло из экономики 1095,9 млрд руб., в то время как Банк России — только 212,9 млрд руб. Хотя нужно отметить, что это одно из самых высоких значений объема стерилизации со стороны ЦБ РФ за последние годы.

Тем не менее для снижения инфляции всех перечисленных мер оказалось недостаточно. В этих условиях в 2005–2006 гг. Банк России, в отличие от предыдущих лет, перешел к политике повышения номинального эффективного курса рубля (см. рис. 6). Если в 2002–2004 гг. он снизился на 14,5%, то за период с 2005 г. по август 2006 г. он, напротив, повысился на 6%.

До 1 февраля 2005 г. для поддержания стабильности номинального курса рубля Банк России в качестве операционного ориентира валютной политики использовал только курс доллара США к рублю. Это означает, что при возникновении нежелательных изменений в курсовой динамике ЦБ РФ, как крупнейший участник внутреннего

Стерилизация избыточного денежного предложения в 2006 г.
(нарастающим итогом с начала года, млрд руб.)

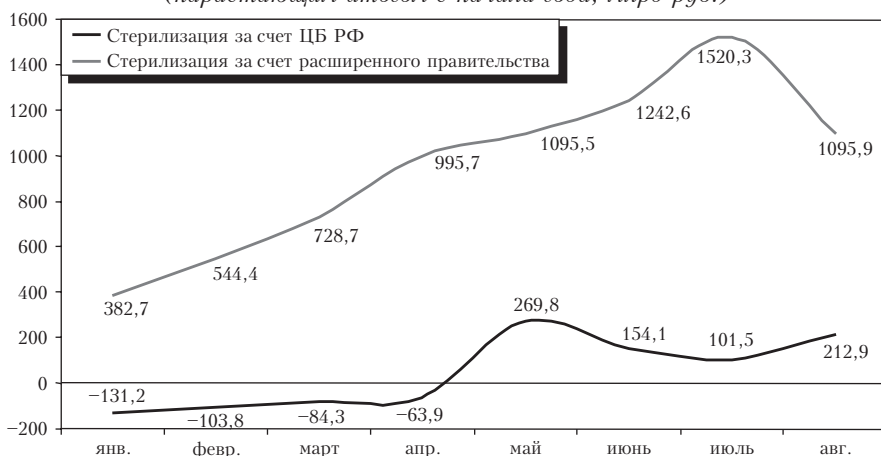


Рис. 5

Индексы номинального курса рубля
(в % к декабрю предыдущего года)

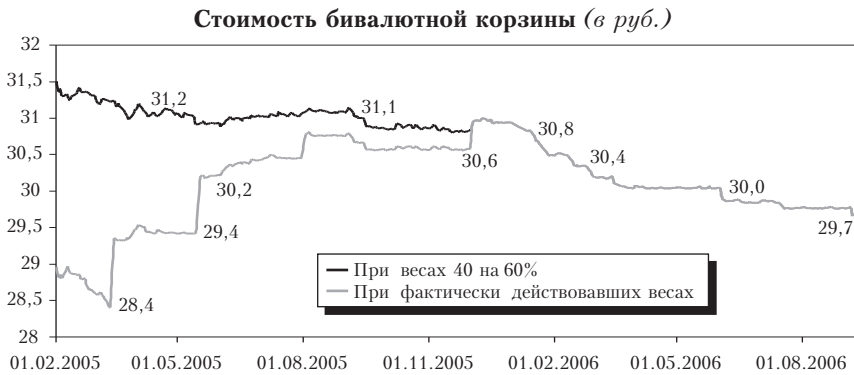


Рис. 6

валютного рынка, с помощью интервенций регулировал обменный курс американской валюты к российскому рублю.

Реализация подобной политики приводила к нежелательному (остаточному) движению курсов прочих иностранных валют к рублю, наиболее важной из которых (с учетом объемов двусторонней внешней торговли России и стран еврозоны) является единая европейская валюта — евро. Волатильность курса доллара к рублю, таким образом, была гораздо ниже, чем курса евро (см. рис. 7). Точнее, динамика курса евро к рублю практически полностью повторяла изменения курса евро к доллару на международном валютном рынке, поскольку Банк России мог ограничивать лишь колебания курса доллара США к рублю.

Начиная с 1 февраля 2005 г. Банк России перешел к использованию бивалютного операционного ориентира курсовой политики — стоимости корзины валют, состоящей из 10% евро и 90% долларов США. Переход к использованию бивалютного ориентира преследует цель



снижения внутрисдневной волатильности курса рубля к значимым для России иностранным валютам (см. рис. 8).

Иными словами, ЦБ РФ стал уделять больше внимания динамике курса евро к рублю посредством участия на внутреннем российском рынке единой европейской валюты при одновременном сокращении своего присутствия на рынке доллар США/рубль. В результате таких изменений в проведении оперативной валютной политики волатильность курса доллара несколько повысилась, а колебания курса единой европейской валюты уменьшились.

Заметим, что изначально установленные веса иностранных валют в структуре бивалютной корзины не позволяли говорить о наличии реальных изменений в процессе курсообразования, в связи с чем Банк России в марте—декабре 2005 г. периодически пересматривал веса в бивалютной корзине в сторону повышения удельного веса евро. Последний пересмотр осуществлен 2 декабря 2005 г., когда доля евро была повышена до 40%, а доллара — соответственно снижена до 60%.

Анализ фактической динамики курсов евро и доллара США в результате указанного пересмотра свидетельствует не столько о повышении волатильности номинального курса доллара к рублю, сколько о некотором ускорении процесса укрепления российской валюты относительно американской. Этот процесс связан с повы-

шением роли такого фундаментального фактора, как активный приток экспортной валютной выручки. Поскольку Банк России на внутреннем валютном рынке доллара США к рублю выступает прежде всего в качестве покупателя (ведь перед ним стоит задача предотвращения чрезмерного укрепления курса национальной валюты), сокращение его присутствия означает всего лишь снижение объемов покупок и, как следствие, номинальное укрепление рубля к доллару США.

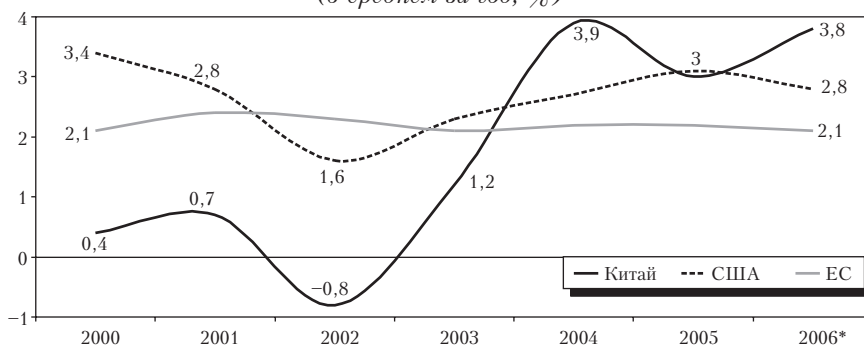
Инфляция — основной фактор повышения реального эффективного курса рубля³

Определим вклад динамики номинального курса рубля и инфляции в формирование реального эффективного курса рубля. В структуре корзины валют при его расчете доля евро в 2005 г. составила 36,8%. Это означает, что реальный эффективный курс на 36,8% зависит от изменения реального курса рубля к евро. С учетом разницы в темпах инфляции между Россией и странами еврозоны (8,6 п. п.), даже если рубль номинально не укрепляется к евро, все равно наблюдается рост реального курса рубля к единой европейской валюте на 8,6%, соответственно реальный эффективный курс растет (при неизменном номинальном) минимум на 3,2%.

Доля валют стран с низкой инфляцией (4–5%) в корзине реального эффективного курса составила в прошлом году еще около 30%, то есть разница в инфляции с Россией (5–6 п. п.) дает дополнительное повышение эффективного курса на 1,5–1,8 п. п.

Отдельно остановимся на Китае. Инфляция в стране в 2005 г. составила 3% (см. рис. 9), то есть разница с Россией — 7,7 п. п. В связи с жесткой привязкой юаня к доллару номинальный курс китайской валюты четко следует за динамикой доллара к рублю, то

Инфляция в некоторых странах — торговых партнерах России
(в среднем за год, %)



* Оценка.

Рис. 9

³ Не следует смешивать данный тезис с понятием «обесценение национальной валюты в результате инфляции»: повышенные темпы инфляции в стране приводят к тому, что национальная валюта по отношению к стоимости товаров обесценивается.

Инфляция в странах СНГ (в среднем за год, %)

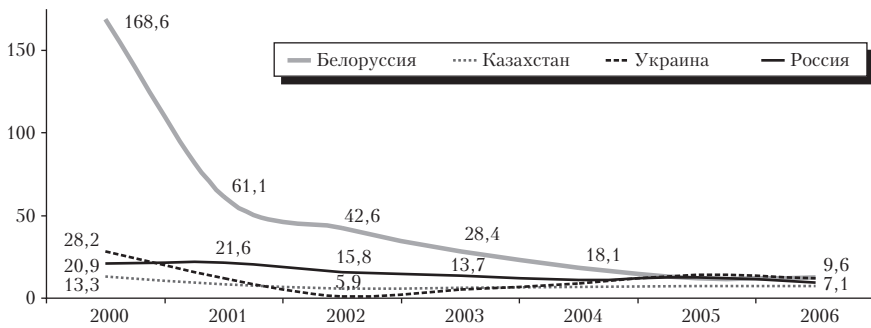


Рис. 10

есть в последние годы рубль укрепляется относительно юаня. Это привело к дополнительному повышению эффективного курса рубля в прошлом году на 0,5 п. п (с учетом доли Китая во внешнеторговом обороте России, составляющей 6,6%).

Еще одно направление внешнеторговых операций России — страны СНГ (Белоруссия, Украина и Казахстан) (см. рис. 10). Доля их валют в корзине — 19%. Разница в инфляции с Россией здесь не столь значительна, но говорить о большем, чем в нашей стране, номинальном укреплении национальных валют этих стран к мировым валютам также не приходится.

В таблице 5 приведены показатели, формирующие реальное повышение эффективного курса рубля в 2002—2006 гг. Из ее данных следует, что реальное повышение курса рубля в значительной степени определяется изменением инфляции. По итогам 2005 г. из 10,5% повышения эффективного курса рубля 7 п. п. приходится на разницу в инфляции в России и в странах—внешнеторговых партнерах.

Т а б л и ц а 5

Показатели, формирующие реальный эффективный курс рубля (в %)

	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.*
Инфляция в России	115,1	112	111,7	110,9	107,1
Индекс номинального эффективного курса рубля	89,5	97,5	98,0	103,2	102,7
Инфляция в странах—внешнеторговых партнерах	105,4	104,9	104,6	103,6	102,1
Индекс реального эффективного курса рубля	97,7	104,1	104,7	110,5	107,7

* По данным за январь—август.

Укрепление рубля при инфляции в России в 9—10% в принципе не может быть ниже 6—7%, причем при условии, что отсутствует номинальное укрепление. Тем не менее в последние два года Банк России перешел к повышению номинального эффективного курса рубля: в 2005 г. — на 3,2% (декабрь к декабрю), за первые восемь месяцев 2006 г. — на 2,7%. Таким образом, если мы хотим сдерживать укрепление рубля, то главная цель — обеспечить снижение инфляции.

Выбор оптимальной курсовой политики

Как же избежать существенного повышения курса рубля и добиться снижения инфляции до запланированных на ближайшие три года параметров? Здесь необходимо остановиться на ряде вопросов. Являлось ли достигнутое повышение курса рубля неизбежным? Защищены ли мы от рисков более значительного укрепления рубля? Могут ли быть другие сценарии? Какая курсовая политика является оптимальной?

Вначале рассмотрим сценарий с поддержанием реального эффективного обменного курса в 2005—2006 гг. на неизменном уровне, сложившемся к концу 2004 г. (вместо ожидаемого укрепления рубля за этот период на 17,8% относительно 2004 г.). По нашим оценкам, это привело бы к увеличению сальдо счета текущих операций на 10,6 млрд долл. в 2005 г. и на 32 млрд долл. — в 2006 г.

Наблюдаемое в настоящее время снижение чистого оттока частного капитала частично объясняется повышением курса рубля. При стабильном реальном обменном курсе оно было бы меньшим. Вместе с тем сокращение оттока капитала в определенной мере можно считать также следствием факторов, не связанных с курсовой политикой: уменьшением макроэкономических рисков, сравнительно низкими ставками на мировых финансовых рынках и ослаблением реакции на «дело ЮКОСа». По нашей оценке, при неизменном реальном курсе рубля чистый отток частного капитала в 2005 г. был бы больше на 4 млрд, а в 2006 г. — на 3 млрд долл.

В результате поддержание стабильного реального обменного курса в 2005 и 2006 гг., по оценкам, потребовало бы дополнительной покупки валюты соответственно в объеме 6,1 млрд и 27,1 млрд долл., что привело бы к росту денежной базы на 169,5 млрд и 862,9 млрд руб. (9,2 и 34,2% среднегодовой денежной базы соответствующих лет). Необходимо учитывать, что отказ от укрепления рубля привел бы к росту инфляции из-за более высоких цен на импортные и на конкурирующие с импортом отечественные товары. Это означает, что для сохранения фактической (ожидаемой) инфляции потребовалось бы не только стерилизовать расчетную дополнительную эмиссию, но и сократить денежное предложение для компенсации более высокого обменного курса. Суммарные размеры требуемой стерилизации в 2005 и 2006 гг. оцениваются в 229,3 млрд и 1049,4 млрд руб. (соответственно 1,1 и 3,9% ВВП).

Такая стерилизация может быть осуществлена в основном за счет бюджетных средств. Вместе с тем нужно учитывать, что более низкий курс рубля заметно увеличил бы доходы федерального бюджета. Только благодаря курсовой разнице дополнительные доходы федерального бюджета (без учета направляемых в Стабфонд) могли бы составить, по оценке, в 2005—2006 гг. 0,8 и 1,7% ВВП. Тогда необходимое сокращение бюджетных расходов оказалось бы заметно меньшим, чем размеры стерилизации: в 2005 г. — около 65 млрд, в 2006 г. — 598,8 млрд руб. Это цена более стабильной курсовой политики и низкой инфляции, которые бы соответствовали прогнозным показателям.

Из приведенного анализа следует, что величина непроцентных расходов в 2006 г. должна была быть на 598,8 млрд руб. меньше, чем запланировано, то есть не 4071,6 млрд, а 3472,8 млрд руб. Это, в свою очередь, означает, что прирост непроцентных расходов в 2003—2006 гг. в реальном выражении должен был подчиняться правилу их наращивания строго в меру темпов прироста ВВП.

Поддержание темпов экономического роста в условиях повышения курса и, следовательно, сравнительного ухудшения конкурентоспособности российских предприятий обеспечивалось ростом производительности труда. В 2002—2004 гг. темпы ее прироста превышали темпы повышения реального эффективного курса рубля, но уже в 2005 г. они стали существенно ниже (см. рис. 11).

Темпы прироста производительности труда в российской промышленности и укрепление рубля (в % к предыдущему году)

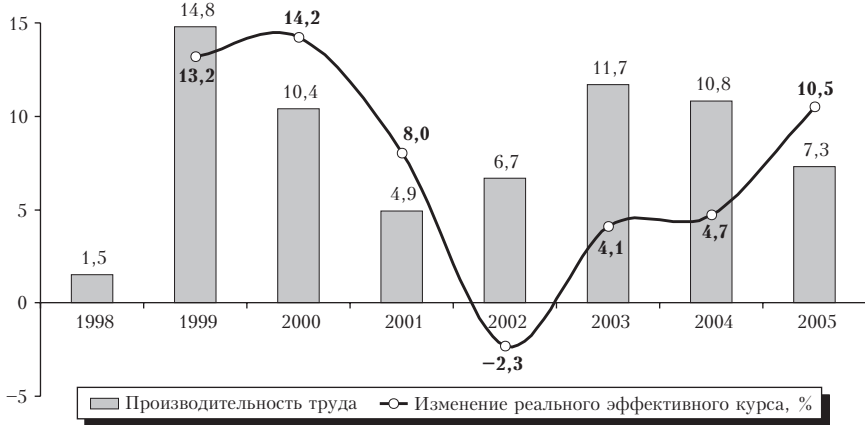


Рис. 11

В других странах производительность труда также растет. Это означает, что нам требуется большее превышение производительности труда над соответствующими показателями в других странах. Но даже если удастся ограничить темпы повышения курса рубля и сохранить конкурентоспособность российской экономики в целом по отношению к мировой, ряд отраслей может ее утратить. Например, Китай для сохранения своей конкурентоспособности и даже осуществления экспортной экспансии зафиксировал свой валютный курс. Отметим также, что страны Юго-Восточной Азии к настоящему времени еще не достигли предкризисного уровня курса 1997 г.

Повышение курса в условиях роста цен на нефть влечет за собой и более серьезные макроэкономические риски. Сбалансированность платежного баланса при высокой цене на нефть может смениться его дефицитом при ее снижении.

Согласно базовому варианту прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2009 г.⁴, одобренному

⁴ В настоящей статье мы не анализируем достоверность предположений и вероятность исполнения данного прогноза.

Правительством РФ 17 августа 2006 г., предусматривается, что темп инфляции понизится с 9% в этом году до 5,5% в 2009 г., а темпы повышения эффективного курса рубля снизятся с 7–9% до 4,8 в 2007 г., 1,4 — в 2008 г. и 1% — в 2009 г. Предполагается, что в 2007–2009 гг. на формирование счета текущих операций будут оказывать влияние следующие факторы:

— существенное замедление темпов роста объемов экспорта, прежде всего за счет уменьшения физических объемов экспорта нефти: если в 2000–2004 гг. средний темп роста экспорта нефти в физическом выражении составил 13,9%, то в 2005–2009 гг. он сократится до 1,2% в среднем за год;

— сохранение высоких темпов роста импорта: в 2007–2009 гг. они прогнозируются в размере 18,2% в среднем за год;

— снижение цен на нефть с 61 долл./барр. в 2007 г. до 48 долл./барр. в 2009 г.

В результате действия этих факторов в ближайшие годы прогнозируется существенное ослабление счета текущих операций. Вместе с тем уменьшение долговой нагрузки на экономику, либерализация капитальных операций обеспечат растущее положительное сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами.

Исходя из принятых предположений в представленном прогнозе к 2009 г. текущий счет платежного баланса станет отрицательным. Таким образом, основная причина значительного денежного предложения будет полностью устранена.

Изменится также структура источников денежного предложения. Величина сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами (по оценке, в размере 20–25 млрд долл. США) будет недостаточной для обеспечения такого прироста валютных резервов, при котором они становятся важнейшим источником денежного предложения. Данную функцию будут выполнять механизмы рефинансирования коммерческих банков Банком России. Фактически заработает ставка рефинансирования. Это позволяет сделать вывод, что не только Центральный банк РФ будет рефинансировать банковскую систему, но и Правительство сможет решительнее тратить свой накопленный денежный резерв и наращивать расходы.

Считается, что нужно определить долгосрочную среднюю цену на нефть и, исходя из нее, выстраивать курсовую политику. Еще год назад с этим утверждением можно было бы согласиться. Базовый прогноз цены на нефть на 2006 г. составлял 40 долл./барр., а долгосрочная средняя цена принималась в размере 26–28 долл./барр. Теперь же она оценивается различными экспертами в диапазоне от 40 до 60 долл./барр. Даже если отвлечься от проблемы невысокой вероятности исполнения прогнозов (ни взлет, ни падение цен на нефть никто заранее не предсказал), то приведение курса в соответствие с долгосрочной средней ценой, например, в случае России может сделать отечественную экономику неконкурентоспособной. Если по прогнозу Правительства при цене 48 долл./барр. в 2009 г. достигается сбалансированность платежного баланса, то, следовательно, «подстройка» курса к некоей балансирующей долгосрочной цене на

нефть уже реализована. Это также означает, что в дальнейшем мы не должны допускать повышение среднего эффективного реального и соответственно номинального курсов.

При сохранении ранее обозначенных тенденций за пределами 2009 г. вероятно девальвация рубля даже без снижения цены на нефть. В результате будет воспроизводиться традиционная проблема зависимости российской экономики от цен на нефть, что негативно скажется на притоке стратегических инвестиций, поскольку на их эффективность влияют непредсказуемость этих цен и слабая экономическая политика Правительства по стабилизации макроэкономических параметров.

Главный вывод таков. *Необходимо отказаться от инерционной курсовой политики в пользу сдерживания повышения курса рубля за счет более быстрого снижения инфляции.* Как показал анализ, не номинальное повышение курса, а сохраняющаяся разница в уровне инфляции в России и в странах — ее внешнеторговых партнерах является основной причиной быстрого повышения курса рубля. При более низких его темпах не так быстро рос бы импорт, замедлилось бы ослабление счета текущих операций. Проведение подобной политики означало бы более низкие темпы прироста расходов и большую стерилизацию избыточного денежного предложения. По нашему мнению, достижение запланированных макроэкономических параметров с целью усиления деловой активности и увеличения инвестиций намного важнее осуществления избыточных бюджетных расходов.