Илья ИЛЬИН,
аналитик, НОМОС-БАНК

К концу первой половины 2010 года на российском валютном рынке сложилась весьма стабильная обстановка: рублевый курс бивалютной корзины уже достаточно продолжительное время устойчиво варьируется в рамках относительно узкого интервала 33.5–35 руб. Во многом такое состояние стало следствием неоднозначной конъюнктуры, установившейся в последнее время на внешних рынках взамен их уверенного роста. На этом фоне внутренние участники потеряли какие-либо сигналы, способные сориентировать на направление дальнейшего движения.

Правила поведения ЦБ

Вместе с тем, мы бы не стали принижать и влияние внутренних факторов. Главным из них, безусловно, стали действия Банка России, который начиная с апреля сменил модель своего поведения на валютном рынке, применив новую тактику в регулировании курса национальной валюты. На последнем моменте хотелось бы остановиться подробнее.

Недавно в интервью агентству Reuters первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев довольно подробно раскрыл детали применяемого сейчас механизма валютных интервенций регулятора. Вкратце, он сводится к следующим моментам:

– Банк России определил границы плавающего диапазона по курсу бивалютной корзины на уровне 33.40–36.40 руб., на границах которого совершает покупки и продажи валюты объемом $700 млн, прежде чем сдвинуть коридор в ту или иную сторону на 5 коп.

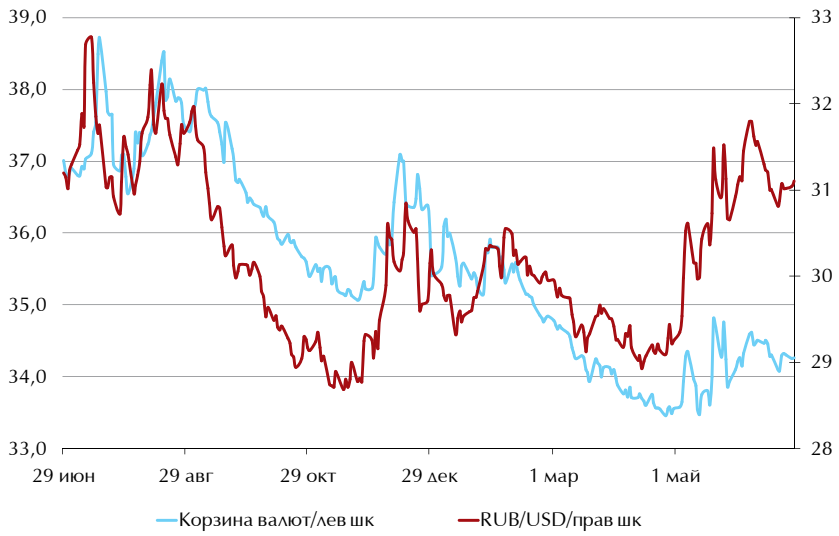
– Внутри указанного диапазона существует три условных интервала, где проходят целевые интервенции: нижний, где ЦБ покупает валюту, средний, в котором Банк России не участвует, и верхний, где осуществляются продажи. Конкретные границы указанных интервалов регулятор не раскрывает.

– Целевые интервенции проводятся с целью абсорбирования излишка (соответственно, покрытия недостатка) валюты, возникающего по счету текущих операций платежного баланса.

– Поскольку ключевой статьей экспорта, обеспечивающего поступление валюты, является реализация нефти, Банк России определяет объемы своих операций, ориентируясь на динамику нефтяных котировок. Для этого рассчитывается разница между текущей и некой условно взятой ценой на нефть, величину которой ЦБ устанавливает на основе собственных оценок нормального уровня цен для российской экономики. Дневной объем операций определяется, исходя из предполагаемого расчетного годового объема притока/оттока валюты, поделенного на количество рабочих дней. Иначе говоря, таким способом регулятор предполагает ликвидировать дисбалансы, возникающие при повышенных (пониженных) ценах на нефть.

Отметим, что, с одной стороны, разъяснения первого зампреда делают для участников более понятной логику действий Банка России на валютном рынке. С дру-

Рисунок 1
Динамика валютного курса, 2009–2010 гг.



гой, приведенное описание методики вызывает никак не меньше, если не больше новых вопросов. Например, из него не очень понятны действия регулятора в том случае, если стоимость корзины будет находиться в верхнем интервале, отведенном ЦБ для продаж валюты, в то время как цены на нефть — на уровне, превышающем «условный». Кроме того, метод определения условной цены на нефть, несомненно, выглядит чересчур расплывчатым. Со своей стороны, мы предполагаем, что для поддержания единства российской экономической политики цена барреля не должна сильно отличаться от заложенной в бюджетах на 2010 и 2011 года — $75. Косвенным подтверждением правильности данной версии служат данные за июнь, когда средние цены на нефть не сильно превышали уровень в $75, а объем интервенций ЦБ, по словам А. Улюкаева, составил сравнительно «скромные» $2 млрд (в мае — около $5.5 млрд).

Наконец, на наш взгляд, реализация данного механизма возможна лишь в условиях отсутствия каких-либо сильных внешних шоков. В частности, нет уверенности, что в случае нового падения нефтяных цен до $40 за баррель регулятор, как и ранее, сможет осуществлять практику «плавной» девальвации, которую предполагает озвученная модель поведения.

Так или иначе, насколько мы понимаем, ЦБ традиционно оставляет вопросы у участников, главным образом с целью если не убрать, то хотя бы существенно снизить игрокам возможности для выстраивания какой-либо спекулятивной стратегии, создавая, таким образом, предпосылки для дальнейшего поддержания стабильного рублевого курса.

В целом мы считаем, что это вполне отвечает реализации стратегической задачи Банка России — постепенного перехода на режим инфляционного таргетирования, предусматривающий соблюдение плавающего курса валюты. В настоящее время выполнение поставленной цели выглядит несколько поспешным шагом, поскольку российская экономика, мягко говоря, не совсем подготовлена к ней должным образом и существует несколько достаточно серьезных проблем, решение которых как раз и должно быть обеспечено устойчивым курсом национальной валюты на протяжении продолжительного времени.

Во-первых, в условиях узкой диверсификации структуры российского экспорта без регулирования со стороны Банка России рублевый курс приобретет чрезмерную волатильность, которая к тому же будет многократно усилена действиями спекулянтов. При этом, поскольку основным ориентиром для их действий будет выступать динамика нефтяных котировок, в конечном итоге этот процесс приведет лишь к усилению зависимости российской экономики от экспорта сырьевых ресурсов. Эта проблема также усугубляется недостаточной развитостью внутреннего финансового рынка, вследствие чего компании достаточно активно используют внешние заимствования. Страхование валютных рисков пока не получило широкого распространения и носит скорее исключительный характер, поэтому в случае серьезного падения рублевого курса компании, особенно ориентирующиеся на внутренний спрос, столкнутся со значительным повышением стоимости своего фондирования и даже убытками в результате валютной переоценки.

Во-вторых, необходимо отметить, что экспорт также занимает значительную

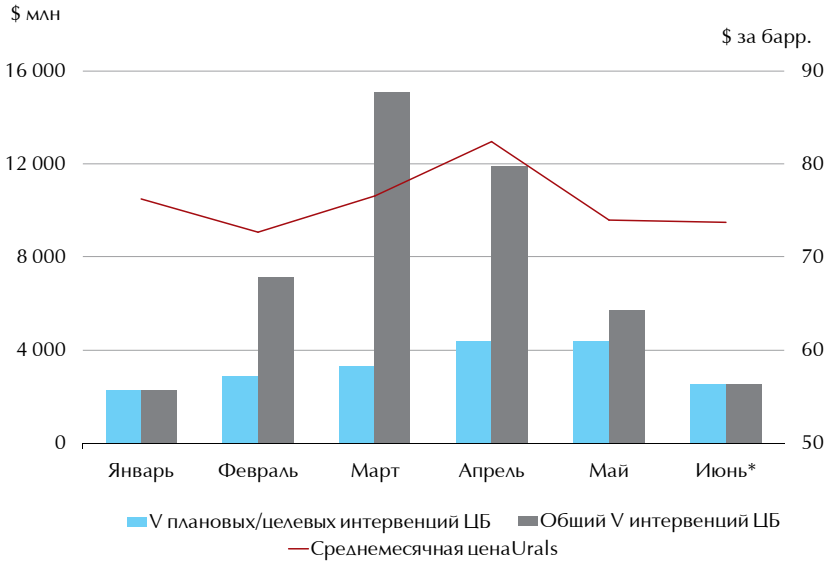


Рисунок 2

Сопоставление интервенций ЦБ и динамики нефтяных цен в 2010 г.

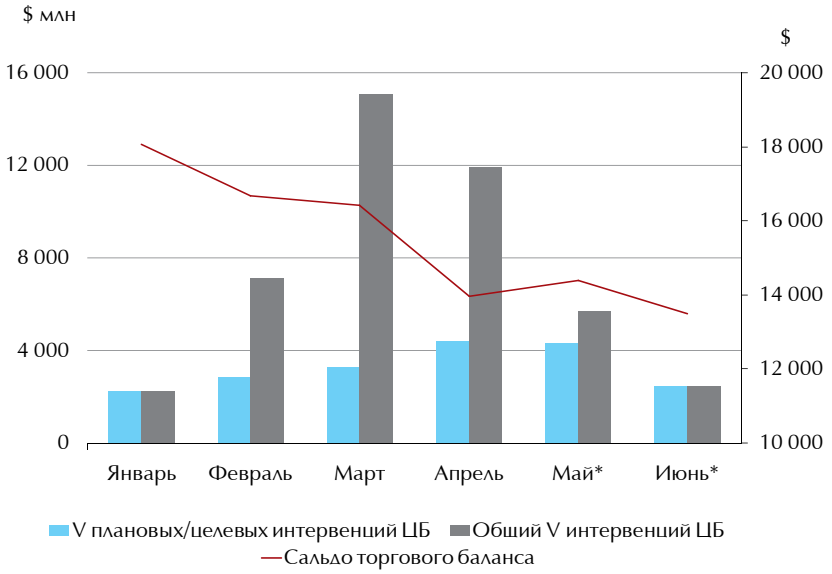


Рисунок 3

Сопоставление интервенций ЦБ и сальдо торгового баланса в 2010 г.

*** Оценки НОМОС-БАНКА**

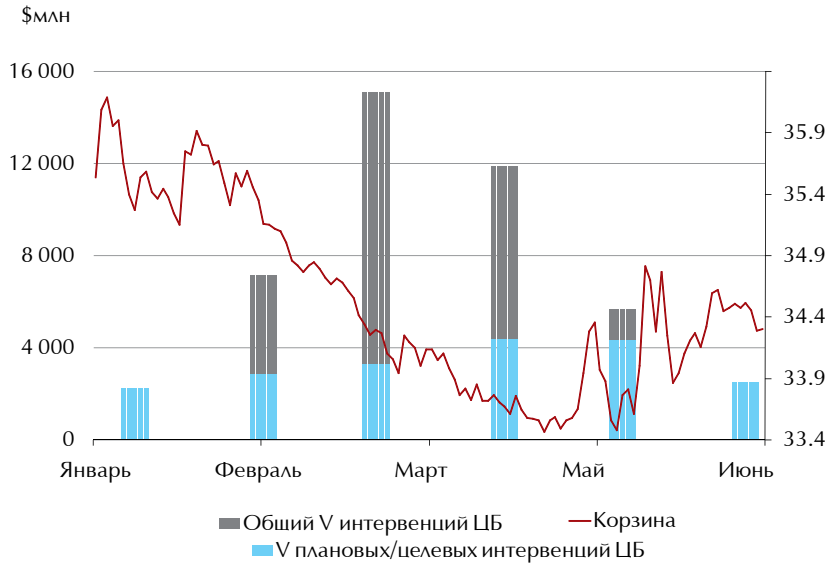


Рисунок 4

Сопоставление интервенций ЦБ и конъюнктуры валютного рынка в 2010 г.

долю в структуре валового производства страны — вследствие этого возникает прямая и сильная связь между внутренними ценами и курсом национальной валюты. То есть, с одной стороны, ослабление курса благоприятным образом сказывается на положении отечественных производителей, а с другой — его падение приводит к значительному росту цен на импортную продукцию и, соответственно, влияет на общий уровень инфляции, в конечном счете снижая возможности ЦБ для управления ценами через изменение процентных ставок.

На наш взгляд, решение двух указанных выше проблем — необходимости диверсификации структуры российской экономики и отхода от ориентированности на сырьевой экспорт — требует создания и поддержания комфортных условий для дальнейшего развития деятельности экономических субъектов, одним из ключевых требований которых является скорее даже не слабый, а стабильный курс национальной валюты.

В-третьих, даже при сохранении благоприятных внешних условий сам процесс реализации механизма инфляционного таргетирования в кратко- и даже среднесрочной перспективе вызывает определенные вопросы. Эффективное управление экономической системой через процентные ставки предполагает наличие высокой степени зависимости финансового сектора от инструментов регулирования Банка России. При этом в условиях наблюдающегося сейчас избытка ликвидности денежного рынка первостепенное значение приобретают стерилизующие механизмы монетарных властей. Таким образом, в случае если ЦБ, например, для снижения инфляционных рисков во второй половине 2010 года, решит снизить кредитную активность банков, он станет поднимать ставки по своим депозитам и доходности ОБР, абсорбируя за счет этого свободные ресурсы денежного рынка. Однако на этом пути ЦБ столкнется с вполне закономерными затруднениями: в ближайшие годы ликвидность денежного рынка будет поддерживаться существенным дефицитом бюджета, поэтому регулятору придется постоянно прибегать к подобным инструментам, которые, к тому же, в силу короткой срочности являются лишь временным решением данной задачи. Помимо этого, существенный подъем ставок ЦБ потенциально будет способствовать притоку спекулятивного капитала, привлеченного возможностью операций carry-trade и последовательному нарастанию давления на курс национальной валюты, а также, в условиях выбранной модели поведения Банка России, дальнейшему увеличению денежной массы.

> «В УСЛОВИЯХ УЗКОЙ ДИВЕРСИФИКАЦИИ СТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ЭКСПОРТА БЕЗ РЕГУЛИРОВАНИЯ СО СТОРОНЫ БАНКА РОССИИ РУБЛЕВЫЙ КУРС ПРИОБРЕТЕТ ЧРЕЗМЕРНУЮ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ, КОТОРАЯ К ТОМУ ЖЕ БУДЕТ МНОГОКРАТНО УСИЛЕНА ДЕЙСТВИЯМИ СПЕКУЛЯНТОВ»

Наконец, не будем игнорировать и некоторые «особенности» внутреннего рынка. Уже сейчас экспортеры, концентрирующие в своих руках основные капитальные потоки, могут серьезным образом влиять на развитие событий на валютном рынке. К примеру, дилерам хорошо знаком так называемый прием «паровоза», когда рынок специальным образом «подготавливают» в преддверии сделки по исполнению клиентской заявки. Вполне прогнозируемо, что в условиях плавающего курса экспортеры получат еще большую свободу действий, то есть фактически смогут управлять курсом по своему усмотрению. Решение данной проблемы лежит как в регулировании законодательной базы, так и в постепенном переходе на расчеты по внешнеторговым операциям в национальной валюте, что, естественно, несколько выходит за пределы «компетенции» Банка России.

Подытоживая, обозначим, что тактика, которую сейчас регулятор осуществляет на валютном рынке, фактически реализуя политику таргетирования валютного курса, хотя и вызывает определенные вопросы, все же выглядит наиболее предпочтительной на данном этапе развития российской экономики, поскольку позволяет сформировать необходимый уровень развития как финансовых рынков, так и денежно-кредитной системы. Преждевременный переход на полноценный режим инфляционного таргетирования может привести к разрушению устоявшихся в экономике взаимосвязей, развитию кризисных явлений и, соответственно, к неблагоприятным социально-экономическим последствиям.