



Виды курсовой политики и их влияние на экономику

Рассмотрим, как работают разные модели обменного курса, и к каким результатам приводит их функционирование.

1. Модель управляемого обменного курса в условиях притока ликвидности.

При управляемом обменном курсе, Центральный Банк устанавливает диапазон колебаний курса национальной валюты к иностранной. Этот диапазон устанавливается на определенный период времени или бессрочно. При этом, Центральный Банк обязуется покупать неограниченный объем иностранной валюты по курсу, соответствующему нижней границе объявленного диапазона и продавать неограниченный объем по курсу, соответствующему верхней границе. Одним из частных случаев управляемого плавающего курса является фиксированный курс, когда верхняя и нижняя границы диапазона равны и устанавливаются на длительный срок. Для простоты рассмотрим сначала поведение экономических субъектов при фиксированном обменном курсе. При этом, смоделируем ситуацию для случая, когда наблюдается чистый приток денег в экономику (т.е. приток превышает отток). Приток ликвидности в страну может превышать ее отток по двум причинам:

- 1) Положительное сальдо внешнеторгового баланса, т.е. ситуация, когда стоимостной объем экспорта превышает стоимостной объем импорта.
- 2) Положительное сальдо счетов капитала, т.е. случай, когда приток инвестиций превышает вывод капитала из страны.

Часто, вторая причина является следствием первой: инвесторы (особенно портфельные) охотно вкладывают в страну с большим активным сальдо торгового баланса. Дело в том, что положительное сальдо торгового баланса, обычно, вызвано заниженным курсом национальной валюты по отношению к иностранной. Такая ситуация означает относительную дешевизну местных активов и, следовательно, их привлекательность для инвесторов. В этом случае экономические субъекты покупают национальной валюты больше, чем продают. Центральный Банк, в свою очередь, вынужден продавать недостающий объем национальной валюты, чтобы не допустить изменения валютного курса. В результате, наблюдается рост валютных резервов Центрального Банка и денежной базы. Денежная база – это наличные деньги в обращении + остатки на счетах коммерческих банков в ЦБ, т.е. все те деньги, которые выпускает центральный банк.

Далее происходит процесс кредитной мультипликации денег банковской системой.

- 1) Предположим, экономический субъект продал Центральному банку сумму иностранной валюты равную S по фиксированному курсу C единиц национальной валюты за единицу иностранной. В результате, национальная валюта в сумме $C*S$ оказывается на счете этого экономического субъекта в одном из местных коммерческих банков (назовем его Банк А). Одновременно, у Банка А увеличивается количество национальной валюты на счете в Центральном Банке (также на сумму $C*S$). Валютные резервы Центрального Банка увеличиваются на сумму S . Остатки на клиентских счетах в банках (элемент агрегата денежной массы $M2$) увеличатся на сумму $C*S$.
- 2) Понятно, что банк А не будет хранить всю полученную сумму национальной валюты на счете в Центральном Банке. Дело в том, что по депозиту клиента он должен выплачивать проценты и, следовательно, деньги должны приносить доход. Таким образом, большую часть этих средств он выдаст другому клиенту в качестве кредита. Предположим, ε - норматив ФОР, а δ - норма ликвидности, которые банк обычно создает по депозитам в текущих экономических условиях. Обычно, δ равно ожидаемому соотношению чистых клиентских платежей во вне и общей суммы депозитов.

Существует несколько моделей обменного курса

При управляемом обменном курсе Центральный Банк устанавливает диапазон колебаний курса национальной валюты к иностранной...

... и обязуется покупать и продавать неограниченный объем иностранной валюты по курсам в пределах диапазона

Приток ликвидности из вне ведет к росту денежной массы...

...которая мультиплицируется банковской системой

- 3) Таким образом банк А оставит на счетах в ЦБ сумму, равную $(\varepsilon + \delta) * S * C$, а сумму в размере $(1 - \varepsilon - \delta) * S * C$ выдаст другому клиенту в качестве кредита (или использует для другого вида вложений).
- 4) Этот другой клиент использует полученный кредит, например, для выплат поставщикам и подрядчикам. В итоге, сумма в размере $(1 - \varepsilon - \delta) * S * C$ окажется на счете в другом банке (назовем его Банк Б). Одновременно, у Банка Б остаток на счете в Центральном Банке увеличится также на сумму $(1 - \varepsilon - \delta) * S * C$. На этом этапе денежная масса M2 увеличится уже на сумму $S * C + (1 - \varepsilon - \delta) * S * C$.
- 5) Банк Б также не будет хранить всю сумму на счете в ЦБ, а выдаст большую ее часть клиентам в качестве кредитов. Нетрудно видеть, что сумма кредита составит $(1 - \varepsilon - \delta)^2 * S * C$.
- 6) Эти клиенты также используют полученные кредиты и в итоге сумма $(1 - \varepsilon - \delta)^2 * S * C$ оказывается в распоряжении третьего банка. На этом этапе денежная масса M2 увеличится уже на сумму $S * C + (1 - \varepsilon - \delta) * S * C + (1 - \varepsilon - \delta)^2 * S * C$.
- 7) Продолжая процесс, нетрудно видеть, что покупка Центральным Банком S единиц иностранной валюты по курсу C ведет к росту денежной массы M2 на сумму $S * C / (\varepsilon + \delta)$. При этом, остатки на счетах коммерческих банков в Центральном Банке увеличиваются на S * C единиц национальной валюты, а валютные резервы центрального банка на S единиц иностранной валюты.

Рост денежного предложения ведет к инфляции. В случае, когда экономика является открытой, сравнительно небольшой и внутренние цены близкими к мировым, рассмотренный процесс не может продолжаться долго. Как только в результате инфляции внутренние цены станут заметно выше мировых, импорт вырастет, и приток ликвидности в экономику станет равен ее оттоку. В результате, надобность в покупке иностранной валюты Центральным Банком исчезнет, и рост валютных резервов и денежной массы прекратится.

Однако, на практике, управляемый курс национальной валюты обычно устанавливается сильно заниженным (т.е. иностранной валюты – завышенным). Это делается по политическим соображениям, связанным с поддержкой отечественного производителя. Кроме того в заниженном валютном курсе обычно заинтересовано министерство финансов: как мы уже говорили выше, заниженный валютный курс вызывает приток ликвидности в экономику, в условиях которого бюджет исполнять гораздо проще.

В условиях заниженного валютного курса процесс расширения денежного предложения может длиться годами, поддерживая долгосрочную инфляцию на высоком уровне. Инфляция, в свою очередь, ведет к высоким процентным ставкам по национальной валюте. Последнее происходит по двум причинам. Во-первых, высокие инфляционные ожидания позволяют бизнесу рассчитывать на рост цен на свою продукцию в будущем, и, значит, платить по кредитам дороже. Во-вторых, задача борьбы с инфляцией заставляет центральный банк (который скован рамками политики фиксированного курса) поддерживать процентные ставки в экономике на относительно высоком уровне.

Высокие процентные ставки, в свою очередь, усиливают процесс притока ликвидности в экономику за счет спекулятивного капитала. Приток капитала в экономику происходит двумя путями. Во-первых, местные компании и банки предпочитают занимать за рубежом и в иностранной валюте, поскольку это им обходится дешевле. Во-вторых, зарубежные инвесторы вкладывают деньги в активы, номинированные в местной валюте, поскольку их доходность выше. Тот факт, что курс местной валюты фиксирован, только подогревает интерес к подобным операциям (их, обычно, называют carry trade), поскольку создается иллюзия полного отсутствия валютного риска.

Описанный процесс усиливается, когда управляемый валютный курс не фиксированный, а способен изменяться под контролем Центрального Банка. Тогда в условиях притока ликвидности Центральный Банк переходит к политике управляемого укрепления национальной валюты, чтобы хоть как-то бороться с инфляцией. В такой ситуации в рамках каждого торгового дня курс является фиксированным и Центральный Банк обязан покупать по нему неограниченное количество иностранной валюты.

*Рост денежного предложения
ведет к инфляции...*

... и высоким ставкам

Спекулянты понимают, что сегодня они могут продать неограниченное количество валюты, а завтра Центральный Банк допустит укрепление национальной валюты, и иностранную валюту можно будет откупить дешевле и в том же объеме. Такая практически безрисковая возможность заработать еще больше привлекает hot money, которые, при долгосрочном фиксированном курсе, приходили только из-за разницы процентных ставок. В результате, при управляемом валютном курсе укрепление национальной валюты не приводит к уменьшению инфляции и процесс увеличения денежной массы и роста цен может продолжаться очень долго.

2. Модель управляемого валютного курса в условиях оттока ликвидности

Однако, рано или поздно приток ликвидности сменяется оттоком. Предположим, цены на экспортные товары упали или ухудшились внешние кредитные условия. Эти события могут быть взаимосвязаны: ухудшение внешних кредитных условий может спровоцировать снижение спроса на экспортируемые страной товары, а снижение цен на экспортную продукцию снизит желание иностранных финансовых институтов кредитовать эту страну. Обычно, настоящей первопричиной оттока ликвидности является снижение цен на экспортные товары. Условно этот процесс можно разбить на следующие шаги:

1) В результате снижения цен на экспортные товары сокращается внешнеторговое сальдо, что уменьшает приток ликвидности в экономику или даже превращает его в отток.

2) Иностранцы кредиторы при снижении цен на экспортируемые страной товары не продлевают кредиты местным компаниям и банкам и требуют гасить их, опасаясь, что из-за падения доходов (особенно, это относится к экспортным компаниям) заемщики не смогут расплатиться в будущем. Досрочное погашение может также происходить по margin calls, вследствие снижения цен на обеспечение по кредитам (например, акций тех же компаний-экспортеров). Все это еще больше усиливает отток ликвидности из страны.

3) Заемщики вынуждены конвертировать национальную валюту, находящиеся у них на счетах в местных банках, в иностранную и выплачивать ее иностранным кредиторам. Местные банки, в свою очередь, покупают иностранную валюту на межбанковском рынке.

4) Поскольку Центральный Банк придерживается политики управляемого валютного курса, он вынужден продавать коммерческим банкам иностранную валюту, компенсируя дефицит предложения. В результате, валютные резервы Центрального Банка начинают стремительно падать.

5) Видя, что цены на экспортные товары и валютные резервы Центрального Банка падают, резиденты, не являющиеся заемщиками по внешнему долгу, но имеющие счета в национальной валюте в местных банках, начинают конвертировать ее в иностранную и выводить за границу.

6) Напомним, что в результате процесса мультипликации денег банковской системой S единиц иностранной валюты, которые были ввезены в страну ранее превратились в $S * C / (\varepsilon + \delta)$ единиц национальной валюты на счетах в коммерческих банках.

При этом, остатки на корсчетах банков в Центральном Банке увеличились лишь на $C * S$ единиц национальной валюты. Таким образом, коммерческие банки не смогут удовлетворить поручения клиентов по конвертации в иностранную валюту суммы, существенно большей, чем $C * S$ без посторонней помощи. Однако сумма $C * S$ будет конвертироваться в иностранную валюту только для выплат по внешнему долгу, и, получается, что для конвертации остальных денег, полученных в результате мультипликации, ликвидности банков не хватит.

7) В результате, Центральному Банку придется выбирать из двух вариантов. Первый - сохранять управляемый валютный курс. Тогда придется допустить существенное сокращение ликвидности и банкротства коммерческих банков, которые не смогут выполнить свои обязательства перед клиентами. Второе - кредитовать коммерческие банки на сумму $S * C / (\varepsilon + \delta)$ единиц национальной валюты.

Поскольку за время притока ликвидности валютные резервы Центрального Банка увеличились всего на S единиц иностранной валюты, при втором варианте он уже не сможет поддерживать курс на уровне C единиц национальной валюты за единицу иностранной. Значит, придется провести девальвацию. Любой сценарий означает, что ставки по национальной валюте будут очень высоки: либо из-за кризиса ликвидности банковской системы (если ЦБ будет поддерживать курс, а не банки), либо по причине девальвационных ожиданий.

Проанализировав модель управляемого обменного курса, мы пришли к выводу, что в такой модели процентные ставки по национальной валюте всегда либо высокие (в период притока ликвидности в экономику) либо очень высокие (во время оттока ликвидности).

Рано или поздно приток ликвидности сменяется оттоком...

... под влиянием снижения цен на экспортные товары...

...или ухудшения кредитных условий

Тогда ЦБ приходится выбирать между спасением курса национальной валюты и спасением банковской системы...

...в результате процентные ставки высокие в период притока капитала...

...и очень высокие в период его оттока

3. Функционирование бюджетной системы в условиях управляемого курса

В условиях притока ликвидности и инфляции фактические бюджетные доходы превышают запланированные. Это связано с тем, что благодаря росту цен и физическим объемам продаж в экономике увеличивается номинальная налогооблагаемая база, а следовательно, растут налоговые поступления.

Такая ситуация порождает определенную расслабленность финансовых властей. В частности, не требуется проводить каких-либо реформ бюджетной и налоговой систем: налоги и так прекрасно собираются, а бюджет сводится с профицитом. Кроме того, поскольку управляемый валютный курс национальной валюты обычно существенно занижен, у экспортеров неизбежно возникает сверхприбыль. В результате у финансовых властей появляется следующая парадигма: смягчить налоговое бремя на граждан и неэкспортные предприятия, за счет увеличения налоговой нагрузки на экспортеров. В случаях, когда курс национальной валюты занижен экстремально, налоговая нагрузка на экспортеров мотивируется еще и необходимостью стерилизации избыточной ликвидности в целях борьбы с инфляцией и укреплением национальной валюты.

Под эту цель, как правило, создается какой-нибудь суверенный фонд, в который направляются налоговые поступления, превышающие запланированные бюджетные расходы. Средства фонда, как правило, инвестируются за границей. В результате подобная бюджетная система имеет весьма существенные недостатки:

- 1) Поскольку правительство перекладывает основное налоговое бремя на экспортеров, доходы бюджета становятся существенно зависимыми от цен на экспортируемые товары. Таким образом, при снижении экспортных цен, бюджет становится чрезвычайно уязвим. Это особенно опасно, когда в экспорте страны преобладают сырьевые товары, цены на которые весьма волатильны.
- 2) На практике суверенный фонд не способен стерилизовать избыточную ликвидность в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Дело в том, что глобальные финансовые инвесторы устанавливают лимиты на вложения в страну в целом, которые включают в себя государственные и корпоративные долги и даже вложения акции. Рост суверенного фонда ведет к сокращению чистого внешнего долга страны (т.е. внешнего долга за вычетом ликвидных активов в иностранной валюте, размещенных за рубежом), увеличивая лимиты на вложения в страну, в том числе и на займы корпорациям, чем последние и пользуются. В таких условиях иностранцы особенно любят кредитовать государственные корпорации (есть даже термин «квазисуверенные заемщики»), поскольку считается, что сократившее чистый внешний долг государство сможет и захочет прийти им на помощь в трудный момент.
- 3) В случае, если в условиях оттока ликвидности Центральный Банк выбирает поддержание курса национальной валюты, банки становятся не в состоянии исполнять свои обязательства и в экономике возникают значительные неплатежи. В итоге, собираемость налогов значительно сокращается (ведь платежная система полностью парализована).
- 4) Когда период притока ликвидности продолжается долго это неизбежно ведет к политическому популизму. Поскольку суверенный фонд достиг весьма внушительных размеров, возникают идеи на тему «как бы хорошо его потратить». Активно лоббируются идеи государственного инвестирования во всевозможные суперпроекты под предлогом блага для нации. При этом все сразу забывают, что государство – худший предприниматель и весьма неэффективный инвестор. Правда, в подобных идеях нет ничего удивительного, учитывая, что, как правило, за ними стоит горячее желание лоббистов «попилить» эти инвестиции. Кроме того, чиновникам начинает казаться, что благоприятная конъюнктура сохранится вечно. Все это ведет к увеличению бюджетных расходов из года в год. При этом формально бюджет остается профицитным: просто прогнозная цена на экспортируемые товары постепенно ползет вверх, все ближе подходя к своим реальным значениям.

Пункты 3) и 4) делают девальвацию в период оттока ликвидности неизбежной: у Правительства очень редко хватает мужества признать свои ошибки и значительно сократить государственные расходы. Изыскать другие доходы, не связанные с налогообложением экспорта, тоже обычно не хватает мужества (или ума). В результате, происходит девальвация, которая компенсирует выпадающие доходы бюджета. Девальвация ведет к росту инфляции и процентных ставок.

Таким образом, модель управляемого валютного курса означает вечно заниженный курс национальной валюты, вечновысокую инфляцию и вечновысокие процентные ставки.

Финансовые власти расслаблены в период притока капитала...

...это приводит к росту бюджетных расходов...

...и, в конечном счете, к девальвации...

...для сбалансирования бюджета

4. Влияние политики управляемого курса на частный сектор и общество

В период начала периода притока ликвидности (который обычно следует за очередным этапом ее оттока и девальвации национальной валюты) активизируется бизнес отечественных производителей и начинается экономический рост. Казалось бы, это хорошо. Но дьявол, как всегда, в деталях. Рост обычно происходит в тех секторах, которые ранее были неконкурентоспособны и сейчас выиграли за счет роста цен на импортные товары. Никогда не забуду, как в 2001 году по телевизору с гордостью демонстрировали какое-то ожившее (на эффекте девальвации) советское производство. В частности, показали фрезерный станок, который, наверное, еще «Ленина видел»: у нас в школьном кабинете труда в 80-е годы и то был лучше (хотя учитель труда и говорил, что «нашел эти станки на свалке»). Наверное, оживление подобного «отечественного производителя» стране все-таки не нужно

Конечно, в условиях управляемого валютного курса в стране появляются новые (в том числе иностранные) производства. Но их создание вызвано, исключительно, фактором дешевой рабочей силы. Которая, в свою очередь, есть результат заниженного курса национальной валюты. Соответственно, иностранные компании перемещают в страну не высокотехнологичную часть своего производства, а наиболее трудоемкую. В результате, как грибы после дождя растут довольно примитивные сборочные заводы. Такая экономика имеет весьма ограниченный потенциал роста ВВП, особенно ВВП на душу населения (т.е., фактически, уровня жизни населения). Это связано с тем, что в примитивных трудоемких производствах потенциал роста производительности труда ограничен, а значит, ограничена и добавленная стоимость, которую производит один работник. Причем, Китай в данном случае не показатель: просто пока еще в этой стране сохраняется избыток рабочей силы и она очень дешева. Однако, со временем (если, конечно, политика не поменяется) и эта страна столкнется с замедлением роста среднедушевого ВВП.

Кроме того, стремительный рост денежного предложения ведет к надуванию всевозможных пузырей, в частности, на рынке недвижимости. Вообще, вся экономика переходит в режим извлечения «быстрых денег». Помимо того, что такая система не является стабильной и не ведет к созданию какой-то долгосрочной стоимости, она, вероятно, способствует развитию коррупции. Мы, конечно, не являемся экспертами в этой области, но логично предположить, что крупные разовые платежи можно получить только с больших доходов, получаемых в короткий промежуток времени. А «откат» как раз и является крупным разовым платежом.

В то же время, для развития каких-то инновационных производств требуются долгосрочные исследования, а значит, долгосрочный и дешевый капитал (как собственный, так и заемный). Поскольку при управляемом валютном курсе ставки «вечновысокие» ожидать развития инноваций не приходится.

Таким образом, политика управляемого валютного курса консервирует существующую структуру экономики, не позволяя ей модернизироваться. Из новых производств появляются, в основном, примитивные сборочные заводы с низкой добавленной стоимостью. Кроме того, вероятно, такая политика способствует коррупции.

5. Политика плавающего валютного курса и таргетирования денежной массы

При плавающем валютном курсе его определяет исключительно рыночный спрос и предложение. В условиях притока внешней ликвидности курс национальной валюты растет до тех пор, пока этот приток не будет сбалансирован оттоком по внешнеторговым операциям. В условиях оттока внешней ликвидности курс национальной валюты будет снижаться до тех пор, пока приток по внешнеторговым операциям не компенсирует отток. В результате, приток и отток внешней ликвидности не влияет на денежное предложение (поскольку Центральный Банк не покупает и не продает валюту) и последний может сосредоточиться на таргетировании экономического роста и инфляции. При этом, наиболее сбалансированный рост и инфляция достигаются в условиях равномерного увеличения денежной массы. В результате, в экономике наблюдается низкая инфляция и низкие процентные ставки. Политика плавающего валютного курса и равномерно расширяющегося денежного предложения лишена практически всех недостатков, которые мы выявили при рассмотрении модели управляемого курса.

Происходит консервация экономики...

...отстальные производства чувствуют себя комфортно...

...иностранные компании переносят в страну примитивные трудоемкие производства...

...модернизации не происходит

Практически всех этих недостатков лишена политика плавающего валютного курса

Единственным недостатком политики плавающего курса и равномерного роста денежной массы является то, что при оттоке ликвидности из страны процентные ставки все-таки вырастают. Дело в том, что в условиях ожидания снижения курса национальной валюты, участники рынка склонны занимать ее для покупки иностранной валюты, тем самым повышая спрос на кредит. А поскольку ЦБ придерживается политики равномерного роста денежного предложения, он не сможет увеличить предоставление ликвидности. Обратный процесс происходит в периоды притока внешней ликвидности в страну. Однако, политика управляемого валютного курса обладает этим недостатком в гораздо большей степени: волатильность ставок между периодами притока и оттока ликвидности существенно выше, чем при плавающем валютном курсе. Кроме того, при управляемом курсе ставки всегда высоки, изменяясь между «высокими» и «очень высокими» уровнями.

5.1. Улучшенная политика плавающего валютного курса и таргетирования денежной массы

Предположим, что Центральный Банк страны проводит политику плавающего валютного курса и таргетирования денежной массы. Допустим также, что существует организованный международный рынок этой валюты, состоящей из следующих основных элементов:

- 1) Есть несколько как внутренних, так и внешних торговых площадок, на которых осуществляется торговля национальной валютой на условиях SPOT: внутренняя валютная биржа, EBS Spot Dealing System, дилинговые платформы крупных международных банков и т.д.
- 2) Поставочные валютные фьючерсы на национальную валюту обращаются как на внутренних фьючерсных биржах, так и на внешних: Chicago Mercantile Exchange, Euronext и др.
- 3) Существует очень широкий пул местных и иностранных банков, которые являются маркет-мейкерами по национальной валюте, которые обязуются котировать спред к иностранной валюте на межбанковском и биржевом рынках, а также поддерживать разницу между спотовыми и срочными инструментами в определенных пределах. Деятельность маркет-мейкеров регулируется специальными соглашениями с Центральным Банком, по аналогии с тем, как работают первичные дилеры по US Treasures.

В таких условиях Центральный Банк сможет установить некую верхнюю границу для курса иностранной валюты по отношению к национальной и поддерживать ее за счет интервенций не на SPOT-рынке, а на рынке фьючерсов. При этом, поскольку Центральный Банк может внести неограниченное количество гарантийного обеспечения по срочным сделкам, объем интервенций может быть практически бесконечным.

В результате, в условиях оттока ликвидности из страны, система будет работать следующим образом:

- 1) Хозяйствующие субъекты будут активно покупать иностранную валюту на заемные средства. В результате этого процесса спрос на кредит в национальной валюте повысится.
- 2) Центральный Банк будет сохранять низкую процентную ставку, в результате чего денежное предложение краткосрочно увеличится.
- 3) Когда курс иностранной валюты дойдет до верхней границы, установленной ЦБ, последний начнет продавать ее на фьючерсах.
- 4) Банки маркет-мейкеры будут осуществлять арбитраж, продавая иностранную валюту на условиях SPOT, и покупая у ЦБ на условиях «фьючерс» и удерживая разницу между котировками SPOT и «фьючерс» в установленных пределах.
- 5) В результате, избыточное денежное предложение национальной валюты абсорбируется за границей, а Центральный банк продолжает поддерживать задуманный темп роста денежной массы внутри страны.

Данную систему еще дополнить налоговым регулированием ввоза/вывоза капитала. Вывозом капитала следует считать кредитование и приобретение акций иностранных компаний и имущества за границей, а ввозом – получение иностранных кредитов и покупку акций российских компаний нерезидентами, а также приобретение ими имущества в стране и приобретение резидентами наличной иностранной валюты. При этом, налоговые ставки на ввоз/вывоз капитала должны регулироваться Центральным Банком в зависимости от конъюнктуры. Налог должен быть тем больше, чем больше срок на который вывозится (или ввозится) капитал: его следует устанавливать в процентах годовых и начислять по формуле сложного процента.

Улучшенная политика плавающего курса и таргетирования денежной массы позволит проводить независимую денежно-кредитную политику и полностью исключить импорт инфляции и всевозможных «пузырей». В результате будут созданы условия для развития экономики по пути инноваций.

Что произошло и что будет с Российским рублем

Российские финансовые власти проводили политику управляемого обменного курса рубля и этим уже все сказано. В результате, был совершен весь спектр тех ошибок и достигнуты результаты, которые мы описали, когда рассматривали политику управляемого валютного курса. Так за последние 9 лет (с 01.01.2000 по 01.01.2009) денежная масса M2 выросла на 1788% с 714.6 млрд. руб. до 13 трлн. 493.2 млрд. руб. Это соответствует среднегодовому приросту денежной массы на 38.61%. И это при том, что рост ВВП не превышал 8% в год. Не удивительно, что все это вызвало инфляцию. Что касается бюджетной политики, то также была совершена стандартная ошибка: ставка была сделана на налоговые поступления экспортеров. В результате, когда цены на нефть снизились, пришлось девальвировать рубль, но все равно бюджет остался с дефицитом в 3.2 трлн. руб. При цене в \$41 за баррель (исходя из которой и сверстан новый вариант бюджета) экспорт нефти даст всего \$44 млрд. 340 млн. (1 трлн. 536 млрд. руб. по нынешнему курсу) бюджетных поступлений. Цифры дефицита бюджета и доходов от экспорта не так уж и велики, если сравнивать их с возможными налоговыми поступлениями от акцизов на товары, спрос на которые неэластичен (или относительно неэластичен). Так, например, в январе-июле 2008 года в России было потреблено 84.7 млн. декалитров алкоголя в пересчете на абсолютный этиловый спирт. Экстраполируя на год и пересчитывая в водочный эквивалент, получаем 3 млрд. 630 млн. литров. При грамотном налогообложении это способно дать около 725 млрд. руб. дополнительных бюджетных поступлений. Также в России потребляется порядка 330 млрд. сигарет в год, что способно дать порядка 660 млрд. руб. дополнительных поступлений. Кроме того, повышение акцизов на топливо, потребляемое внутри страны на 4 руб. способно добавить еще 1 трлн. 160 млрд. руб.

Наконец, введение акцизов на электроэнергию 1 руб./кВт*ч способно дать еще около 936 млрд. руб. Итак, в принципе, можно было изыскать 3 трлн. 481 млрд. руб. на закрытие дефицита бюджета и обойтись без девальвации (во всяком случае, для нужд сбалансирования бюджета). Причем спрос на те товары, которые мы перечислили, неэластичен, а значит, не будет зависеть от колебаний внешней конъюнктуры.

Однако, мы не верим, что у Правительства хватит мужества пойти на изменение принципов формирования доходной части бюджета в ближайшее время.

Также вряд ли в ближайшее время правительство перейдет на политику плавающего курса и таргетирования денежной массы. А жаль, все условия для таких шагов есть. Ведь РФ обладает определенным влиянием на европейские правительства и коммерческие банки:

- 1) Вряд ли кто-то в Европе захочет списать четырехсотмиллиардный российский корпоративный долг – тогда момент выхода европейской экономики из рецессии будет отложен на неопределенный срок.
- 2) В принципе, РФ вполне может обойтись без экспорта 5 млн. баррелей нефти в сутки. Как было показано выше, сейчас поступления от них невысоки. А вот потребители вряд ли сейчас выдержат возвращение цен на «черное золото» к \$100 за баррель, которое последует в случае исчезновения российской нефти с рынка.

Так что рычаги давления есть, а учитывая, что ни один коммерческий финансовый институт в мире сейчас не захочет ссориться с государством, создать организованный валютный рынок вполне возможно.

Что же будет если старая политика сохранится? По мере колебания нефти вокруг отметки \$40 за баррель, курс рубля будет двигаться вокруг уровня 35 руб. 50 коп. за доллар. Цене на нефть в \$60 будет соответствовать курс 30 руб. 70 коп. за доллар, а цене на нефть в \$20 за баррель – 45 руб. за доллар.

Однако, мы ожидаем роста цен на нефть до конца года. Огромный объем денежных средств, который поступает в финансовую систему от государственных структур разных стран, обязательно вызовет инфляцию в среднесрочной перспективе. А в условиях инфляции начнется «бегство от денег», которое может происходить только в направлении активов, количество которых неизменно. Это касается, в первую очередь, драгоценных металлов и commodities. Конечно, можно сослаться на пример Японии, где денежная накачка банков не помогла преодолеть дефляцию. Но нужно помнить, что восточная психология в корне отличается от западной. В Японии и Китае склонность населения к сбережению всегда была очень высокой по американским и европейским меркам. Нынешнюю ситуацию, наверное, более уместно сравнивать с периодом во время и после Первой мировой войны. Так, во время войны население Германии было склонно сберегать и, поэтому, несмотря на большой объем денежной эмиссии, инфляции практически не было. Такое поведение потребителей объяснимо: когда люди опасаются за свой будущий уровень доходов, они не склонны тратить и склонны сберегать. Во времена войны эти опасения были связаны с перспективой потери кормильца (что снизит доходы семьи в послевоенный период), а в настоящее время с экономической неопределенностью.

Российские финансовые власти проводили политику управляемого обменного курса...

..был совершен весь спектр ошибок и достигнуты результаты...

... которые мы описали выше

Бюджет был слишком зависим от доходов экспортеров....

...а следовало обращать больше внимание на внутренние налоги

Принципы нынешней политики вряд ли изменятся...

...хотя возможности для этого есть

Но как только основания для таких опасений устранены, люди начинают активно тратить сбережения. Так было после окончания Первой мировой войны и такое поведение потребителей (вкпе с необходимостью выплачивать репарации) привело Германию к росту инфляции. Скорее всего, нечто похожее будет и сейчас, только вместо окончания войны триггером станет начало активного расходования бюджетных средств США на инфраструктурные проекты. Инфляция приведет к росту цен на commodities и, как следствие, к укреплению «сырьевых» валют.

Мы ожидаем, что общие принципы денежно-кредитной, бюджетной и фискальной политики России не изменятся, несмотря на то, что для такого шага необходимо лишь немного политической воли. Соответственно, курс рубля останется управляемым, хотя небольшой дрейф в сторону свободно плавания и будет сделан. Однако, благодаря избытку ликвидности на мировых рынка цена на нефть вырастет до \$60 за баррель до конца года, что приведет к укреплению рубля до уровня 30 руб. 70 коп. за доллар.

Курс до конца года достигнет 30 руб. 70 коп. за доллар

Акционерный Коммерческий Банк
"Национальный Резервный Банк" Открытое Акционерное Общество
115054, Россия, Москва, Павелецкая пл., д.2, стр.2
Телефон: (+7-095) 234-48-50
Факс: (+7-095) 956-32-30
[http:// www.nrb.ru](http://www.nrb.ru)
e-mail: Info@nrb.ru
REUTERS DEALING: NRBM

УПРАВЛЕНИЕ КАЗНАЧЕЙСТВА

Удод Александр Петрович	Начальник Управления	audod@nrb.ru	(+7-495) 937-11-79
----------------------------	-------------------------	--	--------------------

ОТДЕЛ ФОНДОВЫХ ОПЕРАЦИЙ

Литвинов Станислав Викторович	Начальник отдела	litvinov@nrb.ru	(+7-495) 956-11-75
----------------------------------	------------------	--	--------------------

ОТДЕЛ ДОЛГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ

Люшинский Кирилл Сергеевич	Треjder по рублевым облигациям	lushinsky@nrb.ru	(+7-495) 956-25-60
-------------------------------	--------------------------------------	--	--------------------

Ситников Валерий Юрьевич	Треjder по векселям	sitnikov@nrb.ru	(+7-495) 937-11-72
-----------------------------	------------------------	--	--------------------

ОТДЕЛ КОНВЕРСИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ

Политов Владислав Владиславович	Начальник отдела	politov@nrb.ru	
---------------------------------------	------------------	--	--

ОТДЕЛ СРОЧНОГО РЫНКА И ПРОИЗВОДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Бирюков Игорь Валерьевич	Начальник отдела	birukov@nrb.ru	(+7-495) 956-15-56
-----------------------------	------------------	--	--------------------

ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ ТЕКУЩЕЙ ЛИКВИДНОСТЬЮ

Бутрина Ольга Леонидовна	Начальник отдела	obutrina@nrb.ru	(+7-495) 956-21-80
-----------------------------	------------------	--	--------------------

Камкин Дмитрий Георгиевич	Треjder	kamkin@nrb.ru	(+7-495) 956-21-82
------------------------------	---------	--	--------------------

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

Демьянович Александр Юрьевич	Начальник отдела	demjanovich@nrb.ru	(+7-495) 234-48-50 (# 207)
---------------------------------	------------------	--	-------------------------------

ПРЕДУПРЕЖДЕНИЕ О РИСКАХ

Вся информация, заключения и прогнозы, которые содержит данный обзор, были подготовлены аналитиками АКБ "Национальный Резервный Банк" и предназначены исключительно для сведения клиентов банка. Несмотря на то, что были приложены все усилия, для того, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, максимально достоверной и полезной, "Национальный Резервный Банк" не претендует на ее полноту и точность. Банк и любые из его представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь интерес (включая открытые позиции, покупку или продажу) в любой операции, с любыми инструментами прямо или косвенно упомянутыми в настоящей публикации. "Национальный Резервный Банк", равно как его представители и сотрудники не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, нанесенный в результате использования настоящего обзора или его содержания.

Необходимо помнить, что любые инвестиции, упомянутые в данном обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Доходы от любых операций, упомянутых в настоящей публикации, могут изменяться под воздействием рыночных и иных факторов. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов. Возможность операций с какими-либо инструментами, упомянутыми в настоящем обзоре, следует рассматривать только инвесторам, обладающим значительными знаниями и опытом работы на финансовых рынках, и способным оценить преимущества и риски, связанные с операциями с упомянутыми инструментами.