

Курс рубля: Ставки подождут

«Ведомости» № 202 (2472), от 26.10.2009

Олег Солнцев

ведущий эксперт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования

Рубль набирает силу. Его реальная покупательная способность по отношению к другим валютам уже почти вернулась на свой докризисный уровень. Отражающий эту способность реальный эффективный курс рубля в октябре будет всего лишь на 2-3% ниже уровня августа 2008 г. А ведь еще в феврале разница с докризисным уровнем составляла более 12%.

Это означает, что почти исчерпана фора, полученная российскими предприятиями в конкуренции с импортом в результате мучительной «мягкой девальвации». Соотношение цен российских и импортных товаров возвращается в исходную точку.

А вот другой ключевой для финансового самочувствия предприятий показатель — процентные ставки по кредитам — еще довольно далек от докризисного уровня: 14,5% в сентябре 2009-го против 11,9% в августе 2008-го в среднем по ссудам до года.

Несомненно: ключевым моментом для развития денежно-кредитной сферы в ближайшей перспективе будет выбор между реализацией политики управления процентными ставками (направленной на их снижение) и политики управления обменным курсом (направленной на предотвращение его укрепления).

Реализация политики управления процентными ставками потребует перехода к более свободному плаванию обменного курса рубля — чтобы снизить влияние валютных интервенций Банка России на денежное предложение и, как следствие, уровень процентных ставок. Основным негативным последствием этого станет существенное укрепление рубля, ведущее к снижению ценовой конкурентоспособности российских компаний. Основным позитивным последствием станет снижение инфляции и, как следствие, номинальных процентных ставок. При этом негативные последствия (существенное укрепление рубля) станут проявляться сразу после начала реализации такой политики, а позитивные (снижение процентных ставок) смогут проявиться существенно позднее, после достижения курсом нового, сбалансированного уровня.

Основная трудность реализации политики управления процентными ставками — необходимость для Банка России принимать на себя значительный объем кредитных рисков в связи с расширением фондирования банков, а также осуществлять оперативное управление ставками денежного (межбанковского) рынка.

Реализация политики управления обменным курсом подразумевает сохранение текущего режима его управляемого плавления. Такая политика потребует отказа от попыток добиться существенного снижения процентных ставок методами денежно-кредитной политики и концентрации усилий на решении этой задачи посредством структурных изменений в финансовом секторе (расчистка балансов от плохих долгов, развитие инструментов страхования рисков и др.). Основными негативными последствиями такой политики станут значительные колебания процентных ставок межбанковского и кредитного рынков, а также сохранение более высокого уровня инфляции. Позитивным последствием станет возможность поддержания ценовой конкурентоспособности российских компаний, что обеспечит более устойчивый выход из рецессии.

Главные трудности реализации политики управления обменным курсом будут связаны с необходимостью сдерживать нарастание внешних заимствований российских компаний в условиях сохранения более высокого уровня процентных ставок внутреннего кредитного рынка.

Представляется, что в рамках данной дилеммы предпочтительно сделать выбор в пользу политики, направленной на предотвращение укрепления курса рубля, чем в пользу политики, ориентированной на снижение процентных ставок. И вот почему.

Основным ограничителем для нормализации ситуации с доступом к кредиту в настоящее время является низкая рентабельность и высокие риски российских компаний. Избыточное укрепление рубля приведет к дополнительным убыткам российских производителей, что будет способствовать закреплению образовавшегося с начала кризиса «кредитного тромба». Снижение процентных ставок по инструментам Банка России вряд ли разрешит эту ситуацию, поскольку не приведет к снижению кредитных рисков. Кроме того, в условиях начавшегося притока внешних спекулятивных капиталов на российские рынки такое снижение может способствовать не росту кредитования экономики, а раздуванию новых пузырей на внутренних финансовых рынках.

Предпосылки для перехода к политике управления процентными ставками возникнут только после закрепления экономики на устойчивой траектории роста, т. е. предположительно в перспективе ближайших двух лет.