

если суд подбирает и использует прецедент, исходя при этом из конкретных фактических обстоятельств дела, с учетом особенностей участвующих в деле сторон, то вероятность вынесения справедливого решения возрастает.

Таким образом, важную роль в регулировании гражданско-правовых отношений играет принцип справедливости, который относится к числу общеправовых принципов. Гражданский кодекс предусматривает возможность суда при отсутствии нормы права и возможности провести аналогию выносить решение, исходя из разумности и справедливости. Вынося решение на основе принципа справедливости, суд фактически осуществляет правотворчество. Применяя судебный прецедент, суд имеет больше возможностей для реализации принципа справедливости, чем при применении закона, так как закон носит более обезличенный характер, он не может учитывать всех обстоятельств дела и всех особенностей заинтересованных лиц. В целом, развитие прецедентного права способствует повышению справедливого характера правоприменения.

*А.Н. Сухарев \**

### **ПОЛИТИКА РЕЖИМА КУРСА НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ В КОНТЕКСТЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ СБЕРЕЖЕНИЙ КОНЪЮНКТУРНЫХ ДОХОДОВ ЭКОНОМИКИ**

Рассмотрим различные варианты влияния валютного курса на доходы федерального бюджета и формирование государственных сберегательных фондов (Резервный фонд РФ и Фонд национального благосостояния РФ).

*1. Влияние курса национальной валюты на формирование доходов государственного сберегательного фонда (аспект потока).*

При политике свободного валютного курса в период высоких цен на энергоресурсы бюджетная система не получит столь высокие доходы из-за укрепления рубля. Сдерживая рубль от укрепления, при политике управляемого плавания, денежные власти тем самым обеспечивают повышенные доходы для бюджетной системы, чего не происходит в условиях свободного валютного курса. Чем выше цена на нефть, тем больше государство изымает в свою пользу природной ренты через механизм вывозных таможенных пошлин. То есть большая часть прироста цены на углеводороды поступает в доход бюджетной системы.

При политике свободного валютного курса более низкие доходы бюджетной системы от углеводородного сырья связаны, во-первых, с

---

\* Александр Николаевич Сухарев, кандидат экономических наук, доцент кафедры конституционного, административного и таможенного права Тверского государственного университета.

меньшей величиной изымаемой природной ренты, и, во-вторых, с более высоким курсом рубля.

Действительно, примем за  $R$  – величину природной ренты с 1 барреля нефти, изымаемой в и предположим и введем условие 100% изъятия государством природной ренты. Это означает, что при превышении рыночной цены на нефть ( $P$ ) над величиной, соответствующей экономическим издержкам ее добычи и транспортировки ( $C$ )<sup>1</sup> государство будет изымать в бюджет. Тогда величина изъятий государством с 1 барр. нефти будет составлять:

$$R = P - C.$$

При этом необходимо учитывать, тот факт, что экономические издержки производства нефти формируются в российских рублях и практически не зависят от курса национальной валюты. Это позволяет нам формулу природной ренты (в американских долларах) записать в следующем образом:

$$R_{\$} = P - C_{RR}/v,$$

где  $R_{\$}$  – природная рента в американских долларах с 1 барр.,  $C_{RR}$  – издержки добычи и транспортировки 1 барр. нефти в российских рублях,  $v$  – курс рубля по отношению к американской валюте (прямая котировка)<sup>2</sup>.

Величину природной ренты в российских рублях можно рассчитать умножением правой и левой частей предыдущей формулы на курс национальной валюты  $k$ . Тогда получим:

$$R_{RR} = Pv - C_{RR},$$

$R_{RR}$  – величина природной ренты в российских рублях.

Рассмотрим теперь это на конкретном примере. Пусть цена 1 барр. нефти составляет 100 долл., а экономические издержки добычи и транспортировки – 240 руб.

Рассмотрим два варианта:

- 1) курс рубля формируется свободно под влиянием спроса и предложения. В этом случае пусть 1 долл. стал бы равен 20 руб.;
- 2) курс рубля ЦБ РФ удерживает от быстрых темпов укрепления в условиях роста цен на нефть и он будет меньше, чем при свободном плавании. В этом случае ЦБ поддерживает следующий курс валюты: 1 долл. = 30 руб.

<sup>1</sup> Понятие экономических издержек в данном случае совпадает с их понятием, принятом в рамках экономической теории, которые включают в себя кроме бухгалтерских издержек еще и нормальную норму прибыли на вложенный капитал.

<sup>2</sup> В России принята прямая котировка установления курсов иностранных валют, которая представляет собой количество российских рублей за 1 единицу иностранной валюты. Например, 1 долл. = 25 руб. При обратной котировке выражается цена 1 национальной денежной единицы к количеству иностранных денежных единиц. Например, 1 руб. = 0,04 долл.

По первому варианту величина природной ренты в долларах за баррель нефти составит:

$$R_{\$} = 100 \text{ долл.} - 240 \text{ руб.}/20 \text{ руб.} = 88 \text{ долл.}$$

По второму варианту:

$$R_{\$} = 100 \text{ долл.} - 240 \text{ руб.}/30 \text{ руб.} = 92 \text{ долл.}$$

Таким образом, видим, что курс национальной валюты и выбор валютной политики государства оказывает влияние на величину природной ренты выраженной в иностранной валюте и уровень бюджетных доходов при ее полном изъятии.

Следует обратить внимание на то, что при невысоком уровне цены на нефть эластичность доходов государства от изъятия природной ренты у субъектов нефтедобычи по курсу рубля будет больше, чем в условиях высоких цен.

Действительно, пусть в нашем примере цена на нефть будет составлять не 100, а 30 долл. за барр. Тогда по первому варианту валютной политики  $R_{\$}$  составит 18 долл., а по второму – 22 долл.

Из примера видим, что в любом случае абсолютная разница между доходами государственного бюджета не зависит от цены на нефть, а зависит от соотношения курса национальной валюты при разных вариантах валютной политики. Уровень цены на нефть будет оказывать влияние на относительную разницу объема изъятий природной ренты при разных вариантах бюджетной политики. Так в нашем примере при цене на нефть в 100 долл. за барр. такое расхождение незначительно и составляет 4,5%, а при цене 30 долл. – 22,2%.

Заметим, что теоретически можно рассчитать такой курс национальной валюты, при котором природная рента у субъектов добычи станет равной нулю. Это такой курс, при котором цена будет равна экономическим издержкам. В нашем примере при цене 100 долл. за 1 барр. этому соответствует курс 2,4 руб. за 1 долл., а при цене 30 долл. – 8 руб.<sup>1</sup>.

В наибольшей степени курс национальной валюты будет оказывать влияние на величину ренты в этой валюте. В нашем примере, при цене 100 долл. за баррель  $R_{RR}$  и курсе рубля равном 1/20 долл. (1 долл. = 20 руб.) будет составлять 1760 руб. (88 долл. · 20 руб./долл.), а при курсе равном 1/30 руб. (1 долл. = 30 руб.) – 2760 руб. Это будет означать увеличение доходов государства от природной ренты в рублевом эквиваленте более чем в полтора раза!

Доходы государства от дополнительных поступлений природной ренты вследствие занижения курса национальной валюты можно рассчитать следующим образом:

$$\Delta R_{\$} = (C/v_{\text{сдер.}} - C/v_{\text{равн.}})qk;$$
$$\Delta R_{RR} = P(C/v_{\text{сдер.}} - C/v_{\text{равн.}})qk;$$

<sup>1</sup> В реальности разные субъекты добычи нефти имеют разные экономические издержки и соответственно у них возникает разная величина природной ренты.

где  $\Delta R_{\$}$  и  $\Delta R_{RR}$  – дополнительные доходы бюджета от природной ренты (соответственно в долларах США и российских рублях),  $v_{\text{сдер.}}$  – заниженный курс российского рубля,  $v_{\text{равн.}}$  – равновесный курс рубля (формирующийся без вмешательства ЦБ),  $C$  – цена нефти (долл. / барр.);  $P$  – курс рубля (прямая котировка) в долларах США,  $q$  – объем экспортируемой нефти (барр.),  $k$  – коэффициент изъятия природной ренты.

Учитывая, что политика поддержания курса национальной валюты от укрепления в условиях роста цен на нефть носит в целом антиинфляционный характер, рост доходов государства в рублевом выражении от изъятия природной ренты будет означать рост доходов не только в номинальном, но и в реальном выражении (с учетом изменения уровня цен). Наоборот, «отпуская» национальную валюту в свободное плавание ЦБ приводит не только к снижению поступления в государственный бюджет величины природной ренты в долларовом и рублевом выражении, но и большему обесценению рубля, а тем самым еще большим снижением величины природной ренты в реальном выражении.

Итак, при занижении курса рубля бюджет будет получать дополнительные доходы, как в рублях, так и в иностранной валюте. Это позволит увеличить аккумуляцию средств в сберегательный фонд государства также как в национальной, так и в иностранной валюте.

## *2. Влияние курса национальной валюты на объем государственного сберегательного фонда (аспект запаса).*

Изменение курса национальной валюты приводит к переоценке государственного сберегательного фонда, выраженного в этой эквиваленте данной валюты.

Обесценение национальной валюты будет сопровождаться увеличением средств фонда в национальных денежных единицах при условии их размещения в иностранных активах или активах, выраженных в иностранных денежных единицах. В противном случае, - их выражении в национальных денежных единицах – обесценение национальной валюты не окажет воздействия на объем средств выраженных в ней, а снизит оценку средств в иностранной валюте.

Наоборот, укрепление национальной валюты будет сопровождаться снижением оценки накопленного объема денежных средств фонда в национальных денежных единицах при размещении данных средств в иностранных активах или в активах, выраженных в иностранных денежных единицах. Однако в реальности укрепление национальной валюты может не привести к снижению оценки средств фонда в национальных денежных единицах при условии превышения суммы полученного инвестиционного дохода от размещения средств фонда величины переоценки средств в национальных денежных единицах.

Инвестиционный доход перекроет «потери» фонда от переоценки его активов в том случае, если уровень (в %) инвестиционного дохода (в номинальном выражении) будет превышать темпы средненоминального<sup>1</sup> укрепления рубля. Учитывая, что номинальная доходность средств фонда может составлять 4-7% годовых, темпы укрепления национальной валюты не должны превышать 4-7% в год.

Рассмотренное выше приводит к заключению о том, что выбор режима валютного курса (свободный или управляемый плавание) будет оказывать влияние на денежную оценку государственного сберегательного фонда, выраженную в национальных и иностранных денежных единицах. Выбор в пользу свободного режима приведет к большим колебаниям рублевой оценки средств фонда вследствие повышения амплитуды колебаний курса национальной валюты. Так применительно для России, ЦБ РФ в 2002-2007 гг. удерживал рубль от высоких темпов укрепления, а затем, с 2008 г., наоборот, от обесценения. Это обеспечило снижение амплитуды колебаний курса рубля и, несмотря что целью было достижение общей макроэкономической стабилизации, оказало влияние на сглаживание колебаний денежной оценки средств, сначала Стабилизационного фонда, а затем Резервного фонда и Фонда национального благосостояния.

Выше было рассмотрено влияние режима валютного курса на доходы государственного бюджета, формирование и денежную оценку средств государственного сберегательного фонда. Однако, на наш взгляд, необходимо учитывать это воздействие также и на переоценку активов Центрального банка.

Известно, что при укреплении курса национальной валюты оценка международных резервов центрального банка в национальной валюте будет уменьшаться. Это будет формировать отрицательный финансовый результат ЦБ. Наоборот, при обесценении национальной валюты ЦБ будет получать положительные разницы от переоценки международных резервных активов. При значительных объемах международных резервных активов переоценки могут носить существенные масштабы и сдерживать ЦБ от проведения политики быстрого укрепления курса национальной валюты.

В целях аккумуляции положительных результатов от переоценки международных резервных активов Центральным банком России создан так называемый фонд накопленных курсовых разниц, куда в течение ряда лет относились положительные разницы, возникающие в связи с переоценкой остатков активных и пассивных счетов в иностранной валюте. Иными словами, в период роста номинального курса доллара в России происходило повышение балансовой стоимости (в рублях)

---

<sup>1</sup> Как средневзвешенная величина из номинальных значений иностранных валют, в которых выражены активы сберегательного фонда. В качестве весов выступают доли активов фонда, номинированные в различных валютах.

золотовалютных резервов уже в силу повышения номинального курса валют золотовалютных резервов. Это повышение не показывалось как прибыль, а накапливалось в специально созданном фонде. Вследствие этого капитал банка<sup>1</sup> стремительно рос, достигнув в 2003 г. 300 млрд. руб., при уставном капитале в 3 млрд. руб. После укрепления рубля и снижения его номинального курса на балансе стали образовываться отрицательные курсовые разницы, уменьшающие фонд накопленных курсовых разниц. Так, например, в 2004 г. в связи с переоценкой валютных активов и пассивов были получены отрицательные курсовые разницы в размере 118,4 млрд. руб., снизившие фонд накопленных курсовых разниц до 113,4 млрд. руб. (по состоянию на 01.01.2005 г.)<sup>2</sup>. Нами рассчитано, что при снижении номинального курса доллара на 6,5 руб. (до 21,5 руб.) образуется балансовый убыток в 1 трлн. руб.!

Ревальвация рубля в условиях накопленных в значительных объемах валютных резервов приводила к уменьшению фонда накопленных курсовых разниц, а значительные темпы ревальвации вызвали бы на его балансе значительный убыток. В 2005 г. прибыль ЦБ РФ составила около 82 млрд. руб., которой могло бы и не быть, пойдя ЦБ на более значительное укрепление рубля (достаточно было снизить номинальный курс рубля к корзине валют доллар/евро на 5%, чтобы прибыль обратилась в убыток).

В 2008 г. цена на нефть на мировых рынках стала снижаться. К тому моменту международные резервные активы ЦБ приблизились к 600 млрд. долл., а длинная валютная позиция ЦБ в иностранной валюте составила около 400 млрд. долл.<sup>3</sup> Это означает, что перейдя на режим свободного валютного курса в этот период, то есть, отказавшись от политики валютных интервенций, ЦБ получал бы положительные результаты от переоценки активов и пассивов в размере 400 млрд. руб. при повышении номинального курса доллара США на каждый 1 руб. или 1 трлн. руб. курса на 2,5 руб. Учитывая, что за полгода: с середины до конца 2008 г. рубль относительно бивалютной корзины был девальвирован на 20% полученные положительные курсовые разницы могли составить 1,6 трлн. руб., а при больших темпах девальвации в дальнейшем оценка международных резервных активов в рублевом эквиваленте могла быть еще выше. Данные положительные переоценки могли бы использоваться как источников доходов федерального бюджета при их перераспределении от ЦБ в доходы федерального бюджета<sup>4</sup>. Такой дополнительный и существенный источник дохода в

<sup>1</sup> Собственные средства банка.

<sup>2</sup> По: Годовой отчет Центрального банка Российской Федерации за 2004 год. – М. : ЦБ РФ, 2005.

<sup>3</sup> Превышение активов над пассивами, номинированными в иностранной валюте. В качестве пассивов, номинированных в иностранной валюте ЦБ имел средства Резервного фонда и Фонда будущих поколений.

<sup>4</sup> К настоящему времени ежегодно 50% прибыли центрального банка зачисляется в доходы федерального бюджета.

период снижения цен на нефть способствовал бы, во-первых, повышению прочности бюджетных показателей и сохранения средств Резервного фонда РФ от масштабной траты, что существенно снизит риск дестабилизации национальной экономики при нехватки бюджетных средств на выполнение государством своих функций, и, во-вторых, сохранения на более высоком уровне страной своих международных резервных активов как одного из важнейших факторов доверия к стране и препятствование снижению ее суверенного кредитного рейтинга.

Вместе с тем, предлагаемый механизм, на наш взгляд, требует решения двух проблем: во-первых, нейтрализации негативного влияния резкой девальвации национальной валюты на социально-экономическое развитие, и, во-вторых, расходования средств, полученных от переоценки международных резервных активов не нарушая системы макроэкономического равновесия.

*1. Направление решения первой проблемы – нейтрализации негативного влияния резкой девальвации национальной валюты.*

Решение данной проблемы в период падения цен на нефть может быть решено путем ужесточения валютного контроля и введения запретов на ряд операций с иностранной валютой со стороны резидентов. Данное направление не противоречит положениям МВФ, членом которого является Россия.

*2. Направление решения второй проблемы – расходование средств от переоценки международных резервных активов с сохранением макроэкономического равновесия.*

Суть проблемы состоит в том, что невозможно осуществить нефляционное расходование полученных курсовых разниц от переоценки международных резервных активов без изъятия из их объема определенных сумм в иностранной валюте. В противном случае, ЦБ будет вынужден перечислить в доходы федерального бюджета средства, полученные при дополнительной эмиссии денег, а положительные курсовые разницы при этом остались бы у него на балансе. Решение данной проблемы может быть осуществлено посредством создания соответствующего механизма изъятия части средств из международных резервных активов.

Объем изъятия средств из международных резервных активов может быть рассчитана по следующей формуле:

$$\Delta W = W \cdot (\Delta V / (1 + \Delta V)),$$

где  $\Delta W$  – объем расходования ЦБ международных резервных активов в рамках перечисления в доходы федерального бюджета полученных положительных курсовых разниц за год,  $W$  – объем международных резервных активов на начало года,  $\Delta V\%$  – ослабление национальной валюты в коэффициентной форме роста курса бивалютной корзины.

Обозначим  $\Delta V / (1 + \Delta V)$  как коэффициент сбалансированной интервенции ( $k_w$ ). Тогда объем средств международных валютных активов в целях сбалансированной интервенции составит как произведение объема международных резервов на коэффициент сбалансированной валютной интервенции:

$$\Delta W = W \cdot k_w.$$

Полученные ЦБ и предназначенные для зачисления в доходы федерального бюджета полученные положительные разницы от переоценки международных резервных активов при их равномерном расходовании в течение года должны составить (S):

$$S = W \cdot V \cdot (1 + \Delta V/2) \cdot (\Delta V/(1 + \Delta V)),$$

где V – курс национальной валюты на начало года.

Рассмотрим это на следующем примере. Пусть на начало 2009 г. чистые международные резервные активы ЦБ составляют 250 млрд долл., бивалютный курс на начало года равен: 1 у.е. = 34 руб. Предполагаемый бивалютный курс на конец года: 1 у.е. = 42,5 руб. (рост за год равен 25%). Тогда коэффициент сбалансированной интервенции составит  $0,25/(1 + 0,25) = 0,2$  или 20% от объема международных резервных активов на начало года.

Величина валютной интервенции должна составить в этом случае 50 млрд долл., а сумма полученных положительных курсовых разниц составит как произведение данной величины на среднегодовой курс рубля: 50 млрд долл.  $\cdot$  (34 руб. + 42,5 руб.)/2 = 1912,5 млрд. руб. Обратим внимание, что данная величина сопоставима с запланированным объемом дефицита федерального бюджета на 2009 г. и изъятие с помощью представленного механизма полученных курсовых разниц в доходы федерального бюджета привело бы к сохранению средств Резервного фонда и тем самым повысило бы прочность бюджетной системы.

Итак, объем изъятия средств из международных резервов должен быть привязан к полученной величине положительных курсовых разниц от их переоценки и не может меньше величины, необходимой для расходования бюджетной системы данных полученных разниц. Кроме того, темпы ослабления национальной валюты могут быть привязаны к показателям бюджетной сбалансированности.

Процесс изъятия средств из международных резервов может быть осуществлено в рамках валютной интервенции ЦБ, направленной на снижение волатильности курса национальной валюты, которое должно в целом носить стабилизирующий характер. Такие операции ЦБ само по себе способствует решению поставленной первой проблемы.

До сих пор ЦБ не рассматривается в качестве возможного субъекта государственных сбережений. Считается, что центральные



банки в своей деятельности не должны преследовать в качестве цели извлечение прибыли, а выполняют важные макроэкономические функции по регулированию национальной экономики. При этом выбор той или иной валютной политики должен определяться не способностью ее доставить институтам денежно-кредитного регулирования максимальную прибыль, а ее макроэкономической эффективностью.

Вместе с тем, нельзя и не учитывать частные интересы самих центральных банков при выборе ими той или иной денежно-кредитной и валютной политик. Центральными банками управляют лица, которые при принятии тех или иных макроэкономических решений (совместно с правительствами) руководствуются еще и доходностью для банка этих политик. Это связано с тем, что центральные банки должны покрывать свои расходами собственными доходами. Кроме того, сами убытки банков могут принимать астрономические значения и должны быть покрыты. Для этого должны быть найдены источники. По традиции сложилось, что средства государственного бюджета таковыми быть не должны. Убытки, при их кумулятивном росте, сами могут стать детерминантой денежно-кредитной и валютной политик центральных банков, не позволив им проводить вообще какую-либо политику.

Финансовый результат деятельности центральных банков необходимо рассматривать в качестве индикатора денежно-кредитной и валютной политик. Их необходимо учитывать и брать в расчет при макроэкономическом планировании и прогнозировании. Сегодня финансовый результат деятельности центральных банков не рассматривается в научной литературе как фактор не только макроэкономической политики государства, но даже денежно-кредитной и валютной политики, хотя вероятно, он учитывается при принятии руководствами центральными банками своих макроэкономических решений.

На наш взгляд, в целях эффективного регулирования национальной экономики государство должно осуществлять систему перераспределения сбережений и накоплений между государственным бюджетом и ЦБ, то есть проводить комплексную политику эффективного механизма государственных сбережений. Такая синтетическая политика обеспечит получение внешних эффектов финансовыми властями от ЦБ, а ЦБ – от финансовых властей.

Благодаря данному комбинированию может быть обеспечено сглаживание доходов в системе «государственный бюджет – центральный банк». Так, например, в период повышения цен на углеводороды будет происходить процесс укрепления национальной валюты, в результате чего центральный банк будет получать отрицательный результат от переоценки международных резервных активов, а государственный бюджет в этот период наоборот будет получать максимальные доходы. При этом, чем выше будут цены на углеводороды, тем должны быть больше темпы укрепления

национальной валюты и соответственно больше потери ЦБ от переоценки международных резервных активов, но одновременно федеральный бюджет будет получать наибольшие доходы. Соответственно при падении цен на углеводороды национальная валюта будет подвергаться обесценению и ЦБ будет получать положительные разницы от переоценки международных резервных активов, а федеральный бюджет будет получать наименьшие доходы. Данные примеры подтверждают необходимость комбинирования бюджетной и денежно-кредитной политики в единую политику сбалансирования расширенных доходов и расходов государства (в рамках государственного бюджета и ЦБ).

Обратим внимание на то, что режим управляемого валютного плавания в отличие от режима свободного валютного курса будет оказывать на финансовый результат деятельности ЦБ сглаживающий характер и не вызовет необходимости компенсации потерь ЦБ от отрицательной переоценки международных резервов в случае роста цен на нефть и роста капитала от положительной переоценки вследствие падения цен на нефть.

Подытоживая вышеизложенное можно сделать вывод о том, что:

1. Финансово-экономическими последствиями политики сдерживания национальной валюты от укрепления по сравнению с режимом свободного валютного курса являются:

- увеличение величины природной ренты у субъектов эксплуатации природных ресурсов (нефть и газ);

- получение большего объема доходов нефтегазового сектора в национальной и иностранной валюте по сравнению и соответственно получение возможности к большему сбережению нефтегазовых доходов;

- снижение возможности большего потенциального внутреннего потребления в стране;

- снижение процикличности национальной экономики и колебаний макроэкономических показателей (бюджетных, монетарных и пр.).

2. Необходима реализация комплексной политики взаимосвязи государственных сбережений в бюджетной сфере и в ЦБ. ЦБ в рамках проциклического движения цен на углеводороды может получать значительный положительный результат от переоценки чистых международных резервных активов, которые могут и должны быть использованы в качестве источника покрытия бюджетных расходов. В период роста цен на углеводороды должен быть реализован бюджетный механизм покрытия отрицательных курсовых разниц от переоценки международных резервов.