



## К чему может привести обесценившийся рубль?

Текст: Михаил Ершов, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, доктор экономических наук (<http://www.ershovm.ru>).

**Ситуация на валютном рынке в последний месяц несколько стабилизировалась, а сложившийся новый уровень курса 58-63 руб./долл. воспринимается всеми как некая «объективная данность», своего рода новое равновесное состояние. Насколько этот уровень курса и впрямь объективен, и с какими последствиями для экономики сопряжено его сохранение в нынешнем диапазоне?**

По справедливым оценкам Президента России Владимира Путина, события на валютном рынке «не связаны с фундаментальными экономическими причинами и факторами»(1). Еще до масштабного снижения курса рубля, по оценкам ОЭСР, рубль был недооценен на 30%, а сейчас, естественно, на еще большую величину.

При этом, согласно февральскому мониторингу, за укрепление рубля выступают 58% опрошенных промышленников, за дальнейшую девальвацию – всего 2%(2).

Укажем, что фундаментальная недооценка рубля была заложена еще в самом начале формирования валютного рынка в стране – в начале 90-х годов, создав тем самым основу для экспортной ориентации российской экономики.

### Об опыте формирования валютного курса в России

Еще в ходе формирования валютного рынка в конце 1980-х и начале 1990-х годов установился такой курс рубля к доллару, который отражал ценовые соотношения лишь узкой группы престижных тогда товаров потребительского импорта. Тогда как по соотношениям цены промышленных активов, жилья и других важных компонентов ВВП имела место прямо обратная картина, показывающая, что рубль по этим соотношениям должен стоить дороже (причем часто значительно дороже), чем другие валюты.

Действительно, сформировавшийся тогда на валютном рынке (и валютных аукционах) курс рубля составил в среднем 15-20 руб. за 1 доллар, что со-

ответствовало ценовым соотношениям по таким модным товарам, как джинсы, косметика и т.д. Однако целый ряд других товаров и услуг были при этом на российском рынке многократно дешевле. Поездка в метро стоила 5 коп., а в Нью-Йорке – около 1 доллара, буханка хлеба у нас стоила около 20 коп., а в США – 1-2 доллара. Жилье сопоставимого уровня, равно как и коммунальные платежи по его поддержанию даже сейчас у нас многократно дешевле. В конце же 1980-х гг. при средней стоимости коммунальных платежей за квартиру в России около 15-25 руб. в месяц эта величина была не менее чем в 50-70 раз (!) меньше, чем платежи за аналогичное жилье в западных странах. Следует также учитывать ту долю, которую играет соответствующий товар в расходах (например, ежемесячные коммунальные платежи составляют в западных экономиках не менее 20% от ежемесячных расходов домохозяйства).

Стоимость промышленных активов в России, в свою очередь, также была многократно ниже аналогичных активов в сравниваемых странах.

Укажем, однако, что валютный курс – это не абстрактный цифровой индикатор. Он должен давать конкретные оценки для участников экономики (инвесторов, частных лиц и др.), основываясь на сравнительных ценах на соответствующие товары и услуги в рассматриваемых странах и, как следствие, о целесообразности осуществления тех или иных видов экономической деятельности. Поэтому столь сильная недооценка рубля изначально дала мощный импульс к превращению российской экономи-

ки в экспортоориентированную, делая экспорт сверхэффективным. Аналогично, такой перекоп заложил основу для долларизации российской экономики, делая покупки рублей и рублевых активов сверхэффективными для держателей долларов.

Примеч.: поэтому неправильно сравнивать динамику по неким двум валютам, например, рубль-доллар и параллельно инфляцию в соответствующих экономиках. Итогом таких расчетов могла бы быть оценка обоснованности или необоснованности курсовых изменений при условии, что стартовой точкой является равновесный курс, отражающий объективное соотношение двух валют. Когда же значение курса по одной валюте заведомо и многократно занижено (равно как и завышено), естественно, у такой валюты есть большой потенциал изменения своего значения, что позволит ей привести свой курс в большее соответствие с объективными показателями.

Очевидно также и то, что наиболее "конкурентным" товаром в таких условиях становилась продукция ТЭК, которая в целом отвечала требованиям мирового рынка. Учитывая, что на ТЭК всегда приходилась значительная часть экспорта страны, те возможности для осуществления сверхэффективных экспортных операций, которые открылись в результате масштабной недооценки валютного курса рубля, надолго закрепили сырьевую экспортную ориентацию российской экономики.

Формируемый таким образом валютный курс был затем положен в основу при установлении официального курса рубля. Последовавшее вскоре присоеди-

**[Таблица 1]** Уровень недооценки рубля к доллару США (в разах)\*

Год	1990	1991	1992	1995	1998	2004	2007	2010	2014	2014
									(сент.)	(18 дек.)
Отношение курс/ППС	38,2	50,2	13,0	1,8	2,9	2,5	1,8	1,7	1,7	2,8

\* С учетом корзины ВВП (по показателям внутреннего использования).

Рассчитано по: материалам ММВБ, Госкомстата и ИМЭМО за соответствующие периоды.

нение к VIII статье Устава МВФ обязывало Россию перейти на единый валютный курс рубля, причем как по текущим, так и по капитальным операциям (инвестиции и т.д.), что означало существенное снижение эффективности инвестиций и относительное удешевление продаваемых активов.

Поэтому курс на "открытость" экономики и проводившаяся либерализация капитальных операций в таких условиях создавали риск перевода наших реальных активов под контроль иностранных инвесторов по многократно заниженным ценам. Заметим при этом, что, например, в случае Японии валютная либерализация и либерализация движения капиталов произошли более 30 лет (!) спустя либерализации текущих операций середины 1960-х годов.

### Новое обесценение рубля порождает старые проблемы

Сейчас, отметим, мы фактически вернулись к тем же уровням недооценки рубля периода 1998 года (Таблица 1) и ко всем связанным с этим явлениям: долларизации, повышенному уровню недоверия к рублю и др.

При этом замечена устойчивая закономерность: при удорожании рубля и население, и бизнес увеличивает свои вложения в российскую валюту и снижают интерес к иностранной валюте, а при обесценении рубля происходит обратная тенденция. Даже сейчас эта корреляция устойчива (рис. 1). Такая же закономерность отчетливо отражалась и в 2008-2009 годах. Поэтому удорожание рубля лучше любых указов и запретов работало в пользу дедолларизации экономики и повышения роли российской валюты.

В прошлом устойчивая тенденция укрепления рубля привела и к улучше-

нию качества экономического роста: к постепенной переориентации экономики с добывающих на перерабатывающие отрасли, а также с факторов внешнего спроса на внутренний спрос. Это подтверждало позитивное структурное воздействие крепкого валютного курса на экономику. Об этом же неоднократно говорил Мировой Банк.

Еще в 2005 году, по оценкам Мирового Банка, отмечался быстрый рост внутреннего спроса и уверенный рост в отраслях, работающих на внутренний рынок. В результате делался вывод о том, что «наблюдаемые изменения в структуре промышленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля»(3).

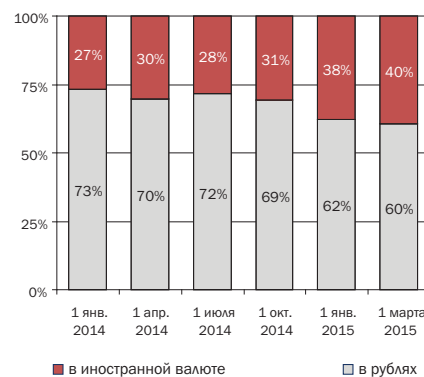
Таким образом, можно говорить о намечавшейся тогда тенденции к улучшению качества роста и постепенной переориентации «двигателей роста» во-первых, с добывающей сферы на перерабатывающие отрасли и, во-вторых, с факторов внешнего спроса на внутренний спрос. Уже после кризиса – в 2010 году – был вновь сделан вывод о том, что двигателями экономического роста в России "являются обрабатывающие отрасли и внутренний спрос"(4).

Очевидно, что будь тенденция обесценения рубля более устойчивой, она способствовала бы и расширению сферы действия российской валюты, и вытеснению доллара, т.е. дедолларизации, что также будет вести к упрочению позиций национальной валюты, повышению к ней доверия со стороны рынка.

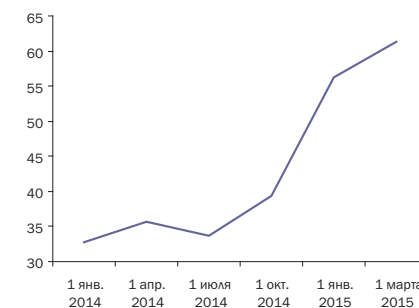
Понятно, что сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте. Также в

**[Рис. 1]** Структура депозитов и валютный курс рубля в 2014-2015 гг.

валютная структура депозитов населения и нефинансовых организаций в банках (%)



б) валютный курс доллара США к рублю (руб./долл.)



Источник: ЦБ РФ; рассчитано по данным ЦБ РФ.

обесценении рубля заинтересован и бюджет. В наших условиях, однако, недооценка рубля сама по себе фактически не приводит к увеличению экспортной валютной выручки. Возможности увеличения физического объема экспорта для стимулирования внешнего спроса ограничены пропускными способностями наших трубопроводов и портов. Маневрировать ценами на сырьевые товары для стимулирования спроса трудно из-за их низкой ценовой

эластичности, а снижение цен на готовые изделия может натолкнуться (и наталкивается) на жесткие антидемпинговые ограничения в других странах.

Недооценка национальной валюты приводит лишь к росту рублевых доходов экспортеров после продажи валютной выручки (но этого можно достичь и используя сугубо внутренние рычаги экономической политики по поддержке экспортеров). В то же время эффективность привлечения валютных кредитов снижается, а сами акции российских предприятий-экспортеров становятся из-за курсовой динамики относительно дешевле для иностранных инвесторов (и под обеспечение кредитов требуется залог большего количества акций, т.е. возникает проблема т.н. margin calls).

Как вообще в этой связи недооценка рубля увязывается с планами по привлечению иностранных инвестиций: ведь в данном случае в наших интересах было бы более "дорогой" рубль?

При «дешевом» рубле и экспортеры, и бюджет будут сталкиваться с удорожанием внешних долгов, импортных компонентов и др. Для экономики в целом будет также отмечаться рост инфляции и, что еще более важно, уменьшение доходов населения и сжатие внутреннего спроса – важнейшего драйвера экономического роста.

Когда нам пытаются доказать, что при слабом рубле нам же лучше, – это спорно и равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем они легчевеснее и дешевле, и чем на них меньше можно купить, тем нам же выгоднее. Вся нелогичность этой фразы очевидна.

Кроме того, более дешевый рубль снижает валютную стоимость внутренних российских активов; также снижается эффективность привлечения внешних кредитов. Одновременно повышается «эффективность» вхождения нерезидентов в российскую экономику и их вхождения в российскую денежную систему в целом.

С другой стороны, если в качестве основных источников роста рассматри-

ваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, то тогда, очевидно, речь должна идти о превращении рубля в полноценную национальную валюту – для сбережений и инвестиций, о формировании более устойчивого курса.

Мы формируем рублевую, а не долларовую экономику, и чем устойчивее и дороже будут рублевые активы у населения и бизнеса, тем богаче они будут, и тем охотнее они будут работать с рублями.

Действительно, из-за более дорогого рубля усиливается конкуренция с импортными товарами. Однако, во-первых, это является стимулом для повышения конкурентоспособности наших производителей. В тех же случаях, когда внутренние производители не могут адекватно конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно подключение рычагов торговой политики, которые обеспечат защиту соответствующих производств (поскольку, напомним, валютный курс не является универсальным инструментом и его эффективное использование в целях внешнеэкономического регулирования возможно лишь в комплексе с другими мерами торговой политики).

В то же время фактор более дешевого импорта имеет свои положительные стороны, так как удешевляет импортную составляющую для внутреннего производства, снижая тем самым издержки. Вновь, в соответствии с приоритетами экономической и структурной политики, можно осуществлять селективный подход, обеспечивая низкий уровень цен для тех товаров, импорт которых является для внутренних производителей ключевым, и, напротив, вводить защитные меры по тем товарам, производство которых необходимо, в первую очередь, осуществлять на внутренней основе.

### Геоэкономический аспект

Взгляд на данную проблему с точки зрения потребительского сектора имеет еще один аспект, носящий геоэкономическое измерение, показывая, насколько эффективно или неэффективно для экономики участие в международном

разделении труда. Он говорит о том, как оцениваются результаты нашего труда (рублевая зарплата, доходы в целом) мировыми рынками, какой объем товаров мы можем там приобрести по итогам нашего "трудового дня" (недели, месяца, года). Другими словами, какой спрос мы можем предъявить мировому рынку в обмен на итоги наших трудозатрат, и каков, в свою очередь, будет объем спроса у других стран к нашей экономике по итогам их аналогичных трудозатрат сопоставимого качества и квалификации? Будем ли мы (к примеру, по итогам рабочего дня или недели) в состоянии купить там какие-то значимые потребительские товары или после обмена рублей по "удешевляющему коэффициенту" на основе недооцененного валютного курса рубля, максимум, на что мы можем претендовать на мировом рынке – это питание для восстановления своих трудозатрат и минимальные удовольствия ("кино и мороженое"). Подчеркнем, что чем более необоснованным будет удешевление рубля, тем более неэквивалентным будет наш обмен с внешним миром и тем в большей степени это будет походить на те принципы, которые использовались в прошлом в отношениях между страной-метрополией и развивающимися территориями.

### Что делать?

В этой связи:

1. Для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение долгосрочного стабильного реального курса рубля. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов, предоставляемых производственным предприятиям реальному сектору.

2. В геоэкономическом плане следует также помнить, что рублевое пространство – это то, что формируется и управляется национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами, и от того, насколько "весомо" и стабильна будет эта рублевая среда в международной финансовой

системе, зависит вес и место страны (а стало быть – и ее компаний и банков) в мире.

3. Следует увеличить роль внутренних источников финансовых ресурсов, необходимых для экономического роста, по сравнению с внешним финансированием. Это становится особенно актуальным в условиях санкций против России.

4. Необходим широкий комплекс мер (информационно-разъяснительных, регулятивных и др.), направленных на повышение доверия к рублю. В частности, в целях повышения доверия к рублю регуляторам следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми регуляторы располагают. Так, размер золотовалютных резервов в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза (рис. 2).

Другими словами, все рубли в экономике теоретически могут быть стерилизованы. Естественно, никто этого делать не должен, но до участников рынка должно быть доведено, что при необходимости столь масштабные возможности воздействия существуют. Кроме того, указанные объемы ЗВР технически позволяют установить такой уровень валютного курса рубля, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Это также необходимо довести до понимания рынка.

5. В случае сокращения объемов валютных резервов до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль можно на необходимое время вернуться к практике обязательной продажи валютной выручки, а также использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке. При ста-

билизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

6. Необходимо внести изменения в нормативы, регулирующие деятельность кредитных организаций, которые стимулировали бы операции в рублях и делали бы менее выгодными операции в иностранной валюте, в частности, при создании кредитными организациями резервов, оценке рисков, достаточности капитала и др.

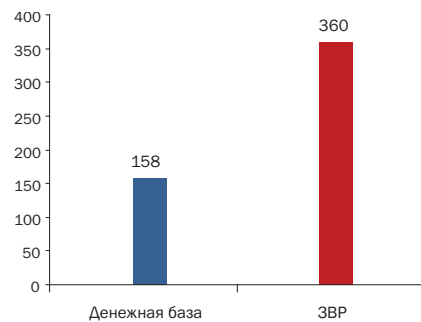
7. Для недопущения расшатывания валютного рынка следует рассмотреть возможность использования успешно применявшейся ранее (в конце 1998 года) нулевой валютной позиции по конверсионным операциям. Эта мера ограничит спекулятивную активность, не препятствуя выполнению иных обязательств (погашение долгов и др.).

8. В условиях санкций необходимо ускорить проработку механизмов использования рублей в расчетах за российский экспорт. В связи с этим стоит вновь вернуться к рассмотрению предложения об осуществлении расчетов за российский экспорт в рублях (на начальном этапе со странами СНГ, а на более позднем этапе — и с остальным миром).

9. Важно учитывать геополитический аспект указанного вопроса. Вследствие расчетов в рублях для самих экспортеров уменьшатся экстерриториальные риски, связанные с возможностью применения санкций к их финансовым ресурсам (замораживание средств, мораторий по платежам и т. д.), как это может быть в случае хранения средств в иностранных банках. В нынешних условиях геополитических обострений указанное соображение более чем актуально.

10. В результате расчетов в рублях российские экспортеры будут в большей степени заинтересованы в укреплении рубля, поскольку им выгоднее будет получать платежи в дорожающей (а не обесценивающейся) валюте. При этом

**[Рис. 2]** Денежная база рубля и ЗВР России (01.03.2015, млрд долларов)



Источник: ЦБ РФ

крепкий рубль, среди прочего, выступает тормозом инфляции, способствует росту доверия к российской валюте и в целом делает ее более привлекательной для сбережений и инвестиций.

11. Для минимизации дестабилизирующего использования формируемых рублевых средств (в том числе для того, чтобы избежать нежелательного давления на валютный рынок и курс рубля), необходимо предусмотреть комплекс мер, направленных на дестимулирование ухода полученных рублей в валюту. Эти меры должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными.

12. В связи со сказанным стабилизация курса на заведомо недооцененном уровне законсервирует указанные перекосы и делает целесообразным коррекцию курса, приближая его уровень к предкризисному диапазону.

Реализация указанных подходов становится крайне актуальной, особенно в настоящее время, когда перед российской экономикой возникли новые вызовы и ограничения. В сложившихся экономических условиях, очевидно, необходимо формирование новых механизмов, обеспечивающих устойчивый и долгосрочный рост российской экономики.



(1) <http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>

(2) РБК. Сильный рубль, низкие налоги: чего хотят промышленники от государства. 27.03.2015.

(3) Всемирный банк. Доклад об экономике России, ноябрь 2005. № 11, с. 6.

(4) WB, № 23 ноября 2010, с. 5.