

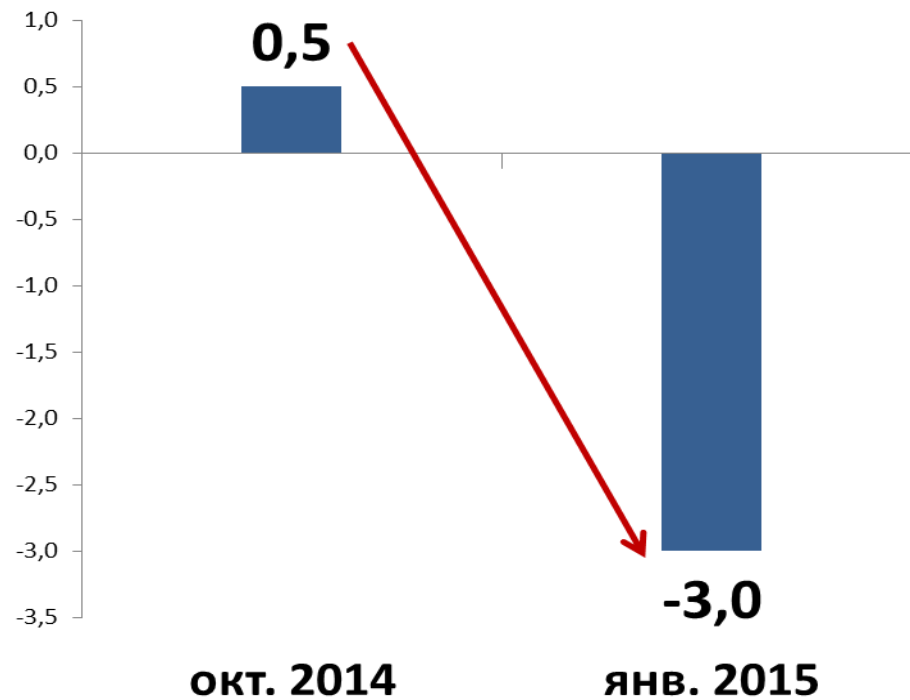
*М. Ершов*

# О валютной стабильности и валютном курсе

[www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)

МВФ за 3 месяцев в 7 раз ухудшил прогноз по росту экономики России на 2015 г.

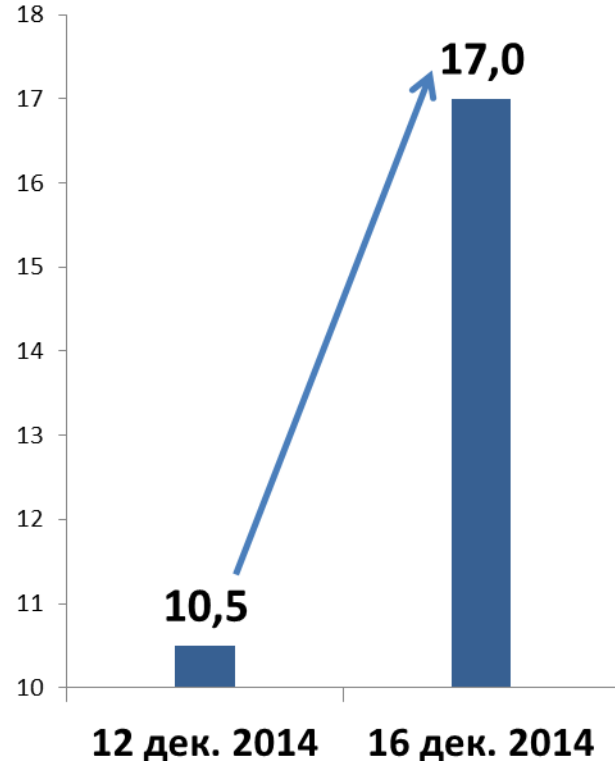
### Прирост ВВП России в 2015 г. (г/г, %)



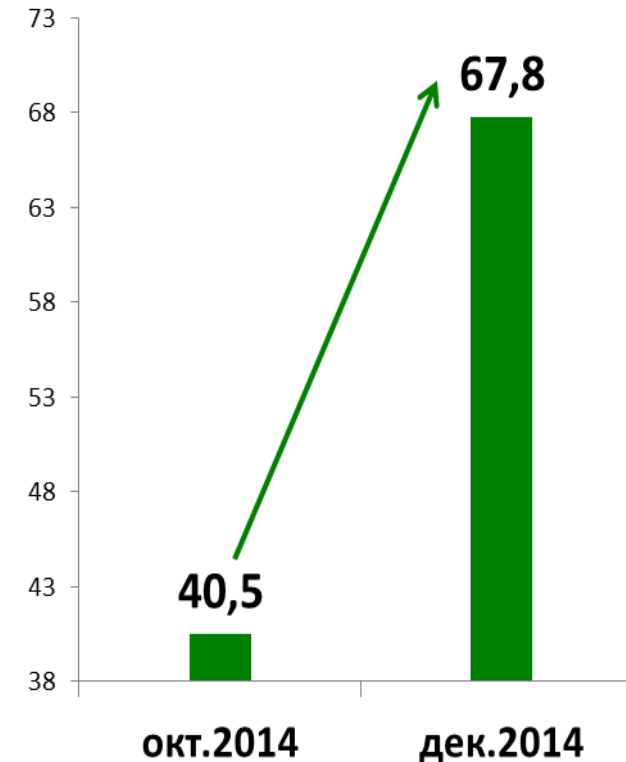
Источник: МВФ.

Именно в этот период рубль масштабно обесценился,  
а ЦБ резко повысил ключевую ставку

### Ключевая ставка ЦБ (%)



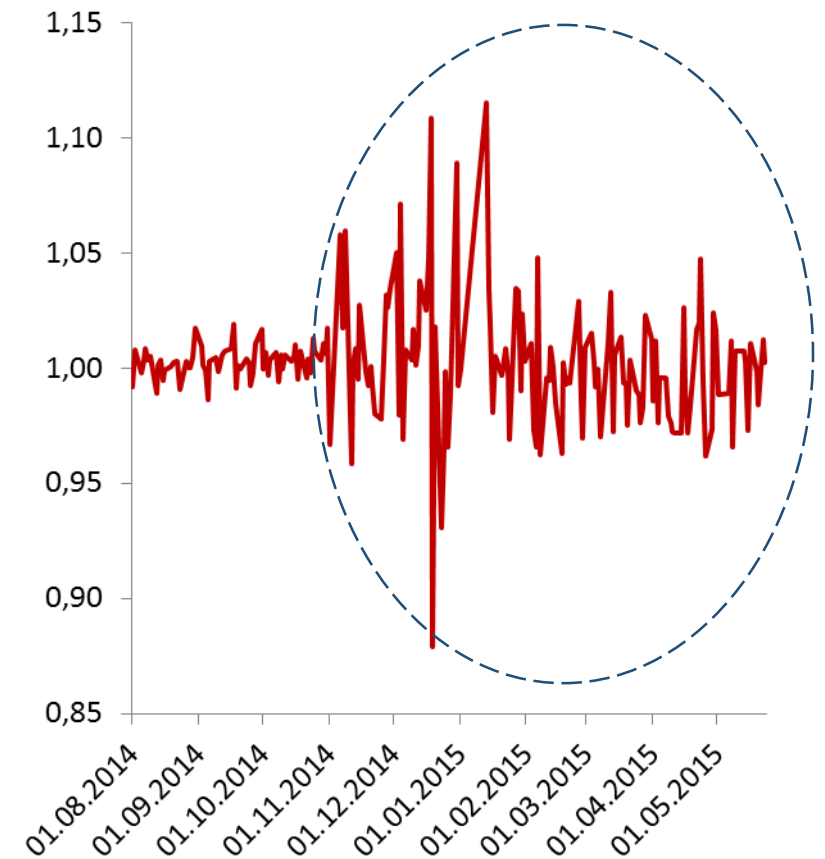
### Курс доллара США к рублю (руб./долл.)



С 10 ноября 2014 г. Банк России  
ввел режим плавающего курса  
рубля. В результате этого  
волатильность валютного курса  
рубля резко возросла

## Индекс номинального курса рубля к доллару США

(к предыдущему дню)



При этом:

«Защита и обеспечение устойчивости рубля —  
основная функция Центрального банка Российской  
Федерации»

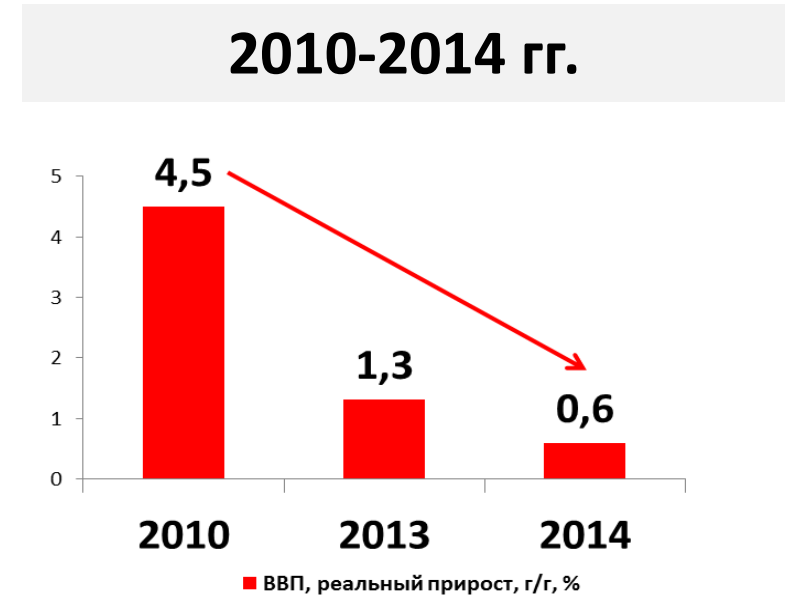
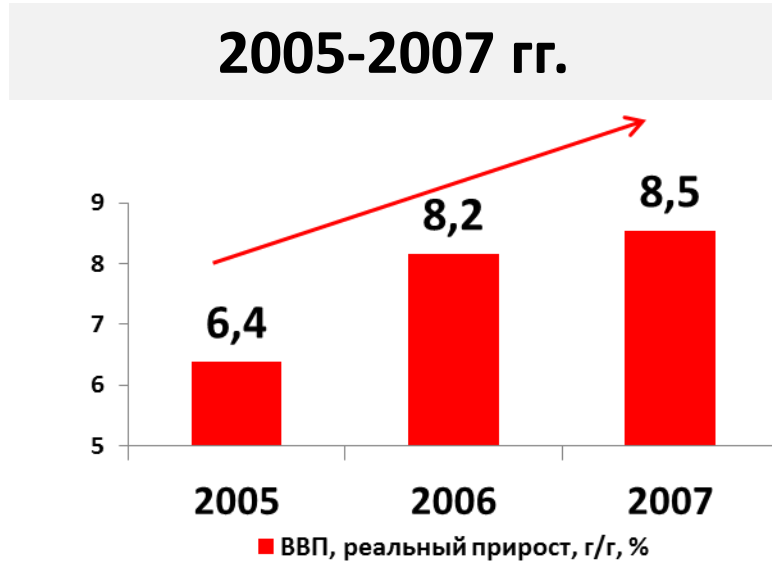
(Конституция РФ. Статья 75. п. 2)

# Регулятор для стабилизации валютного рынка:

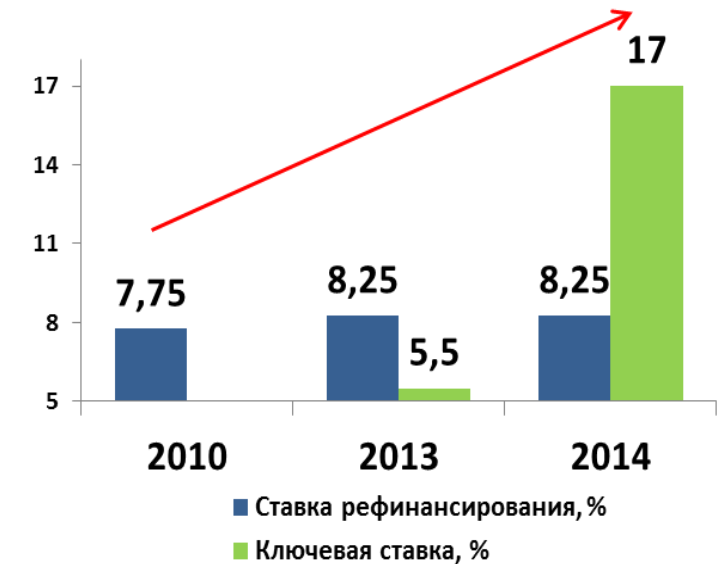
- 1. Ограничил предоставление рублевой ликвидности.** Однако это также ограничивает доступ средств для остальной «рублевой» экономики.
- 2. Повысил процентные ставки.** Это также тормозит рост.

# Рост экономики РФ и ставка рефинансирования Банка России

**ВВП**



**Ставки ЦБ РФ\***

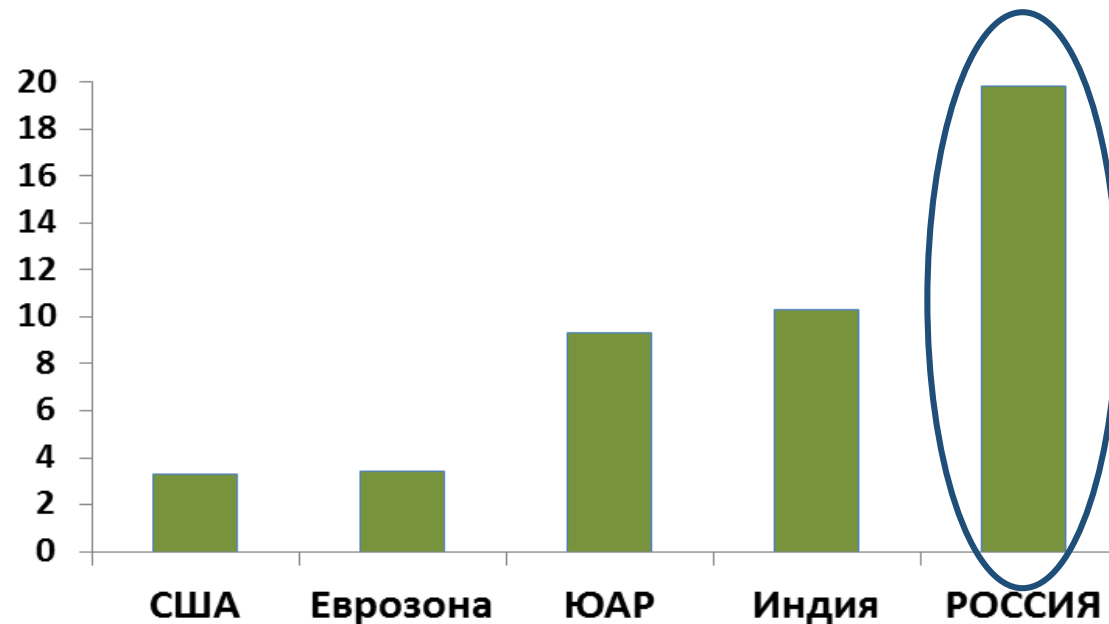


\* на конец года.  
Источники: Росстат, ЦБ РФ.

Ставки по кредитам также возросли. Согласно ЦБ РФ, это было связано «как с повышением ключевой ставки Банка России, так и со снижением доступности и удорожанием внешних заимствований...»

(Источник: ЦБ РФ, Проект ЕДКП, сент. 2014, стр. 16)

### Ставки по кредитам нефинансовым организациям (%)

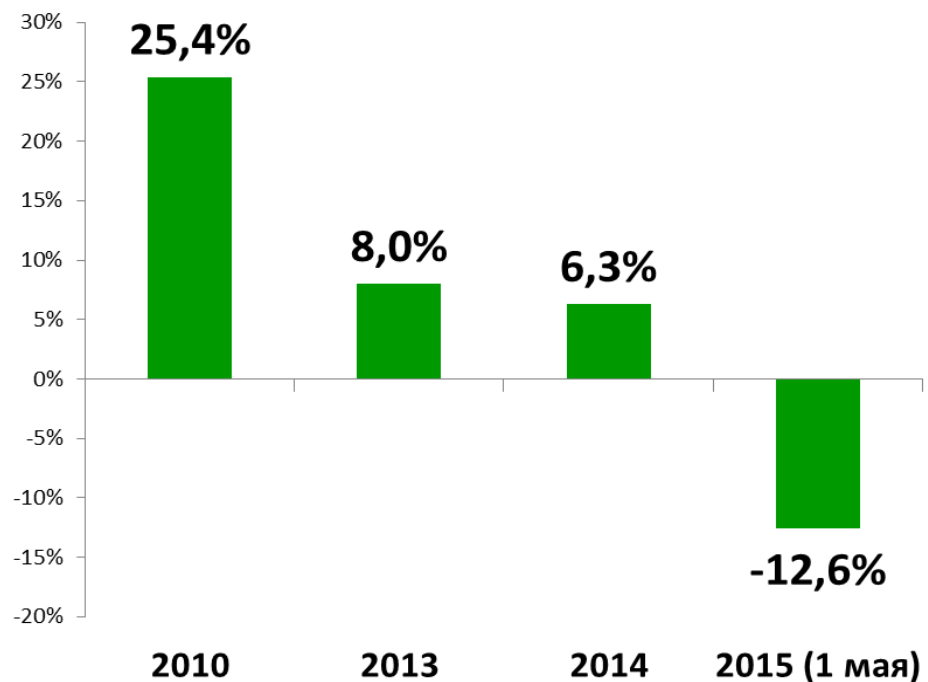




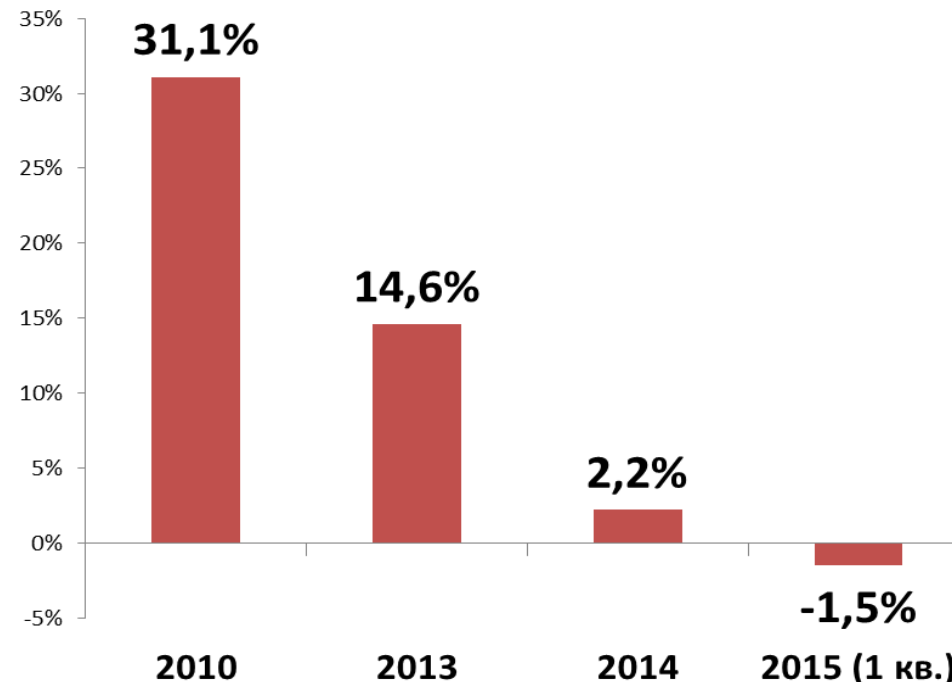
Вызывает по меньшей мере недоумение, когда ужесточение внешней среды сопровождается не смягчением, а ужесточением (!) внутренних подходов регуляторов

# Политика денежного сжатия продолжается

## Темпы прироста денежной базы (г/г, %)\*



## Темпы прироста М2 (г/г, %)\*

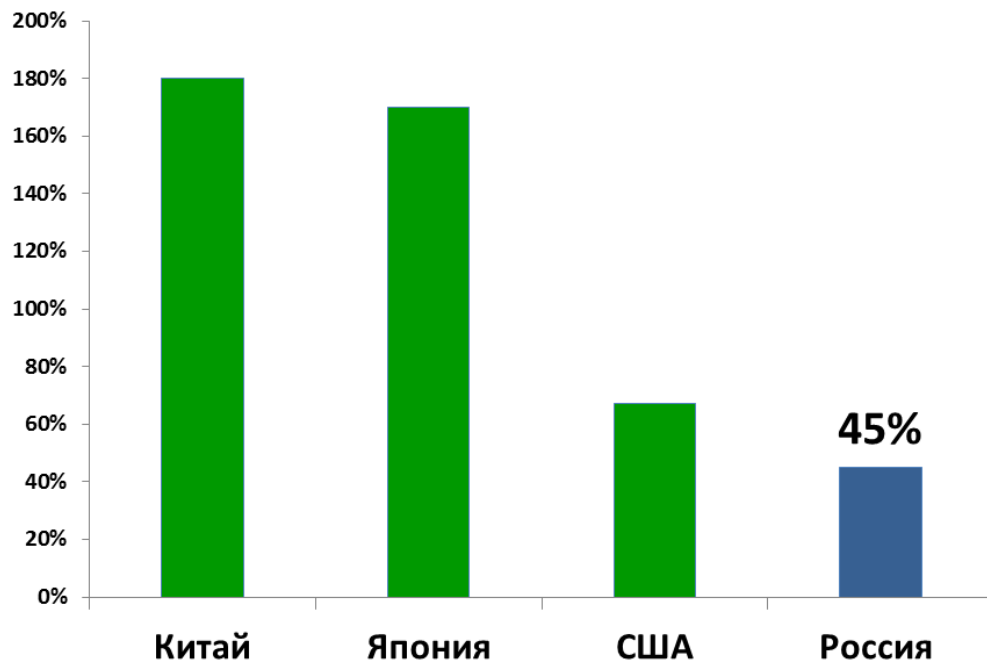


\*В 2015 г. прирост с начала года

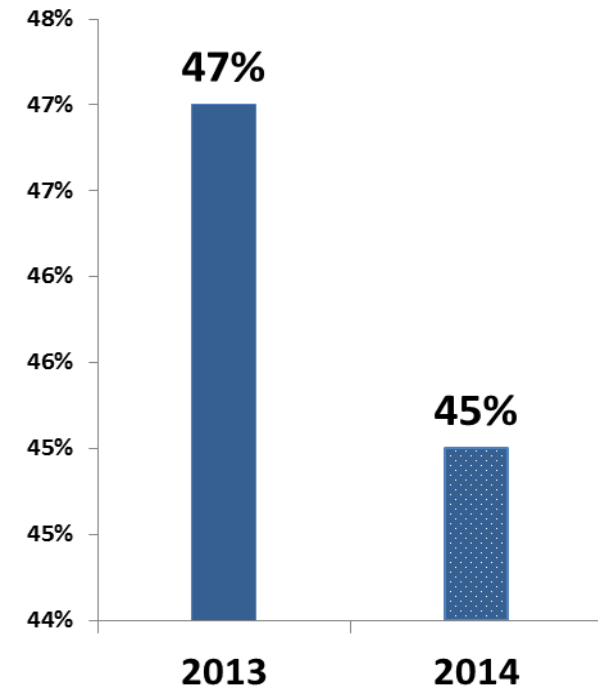
М. Ершов. АРБ. 23 мая 2015 г.

# Уровень монетизации экономики России по-прежнему один из самых низких в мире

## Монетизация экономик ряда стран (M2/ВВП, %)



## Монетизация экономики РФ (M2/ВВП, %)



Источники: ОЭСР, центральные банки соответствующих стран, оценка ЦБ РФ.

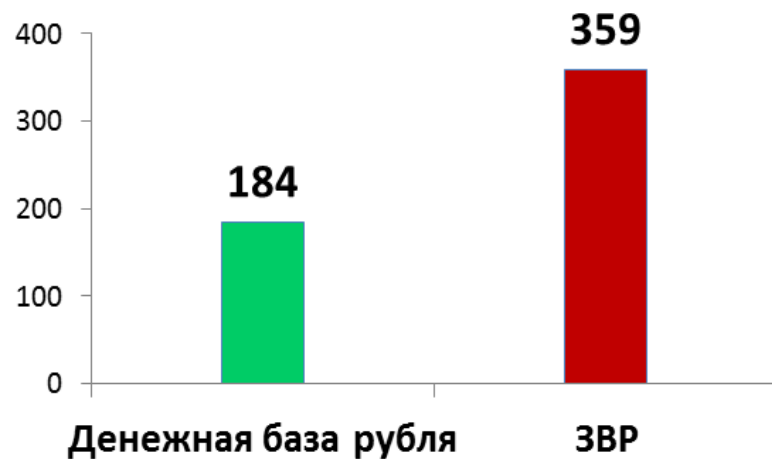
# При решении проблем монетизации важно:

- не допустить резкого давления на валютный курс
- снизить инфляционные риски

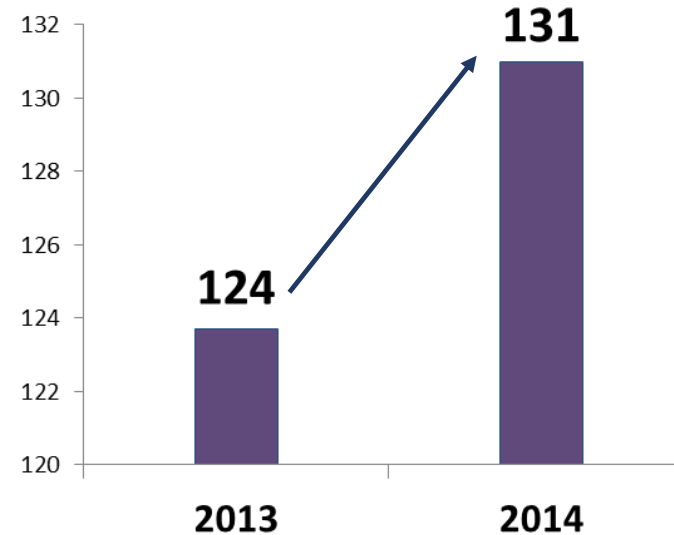
# ➤ не допустить резкого давления на валютный курс рубля

- Четкая формулировка по курсовым предпочтениям
- Объем ЗВР (который почти в 2 р. превышает денежную базу рубля) и положительное сальдо торгового баланса добавляют валютную обеспеченность экономике

## ЗВР России и денежная база рубля (апр. 2015 г., млрд. долл.)



## Торговый баланс РФ (млрд. долл.)



- Корпоративные внешние долги выше, чем ЗВР.  
Однако, их большая часть – это внутренние кредиты между связанными компаниями и сроки платежей по ним растянуты во времени.
- Целесообразность использования национальных ресурсов и национальных активов для погашения обязательств частного сектора **небесспорна**.

- Если по **стратегическим** соображениям такие решения все-таки будут приняты, то возможно и рассматривать новые механизмы пополнения ЗВР:
  - покупка валюты Банком России (введено с 13 мая 2015)
  - возможна также обязательная продажа части валютной выручки

# Возможные меры по регулированию перетока рублей на валютный рынок

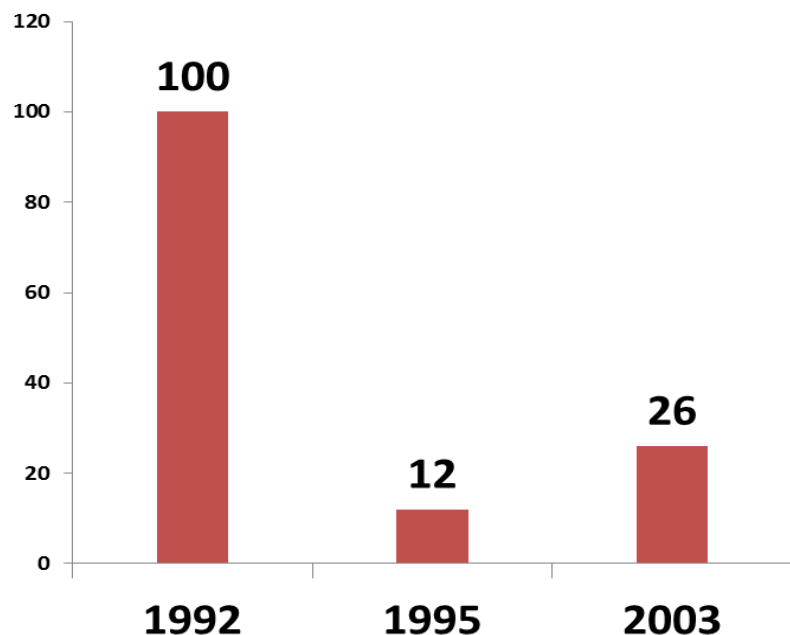
- Использование всех нормативов для превращения рубля в более привлекательный актив (примеры Швейцарии и Японии)
- Рычаги регулирования валютного рынка (валютные позиции – в т. ч. пример 1998 г., когда использовалась «нулевая валютная позиция по конверсионным операциям»)
- Регулирование структуры вложений активов (пример японского правила «5-3-3-2»)



➤ **не допустить инфляционные риски**

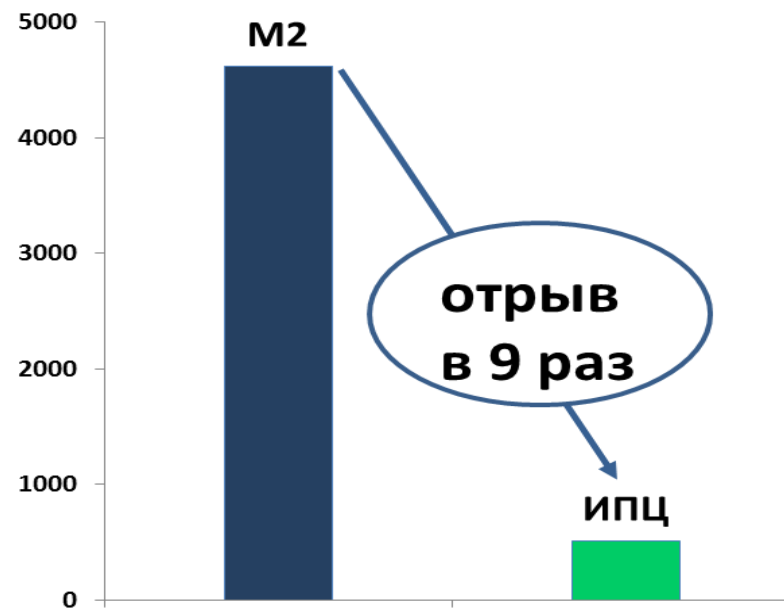
**Множественный взлет цен в 90-е гг. привел к реальному сжатию денежной массы почти в 10 (!) раз**

Динамика М2 (1992 г. =100%)



**С учетом немонетарной доли инфляции отрыв может достигать почти 20 раз**

Суммарный прирост в 2000-2014 гг.



Источник: ЦБ РФ

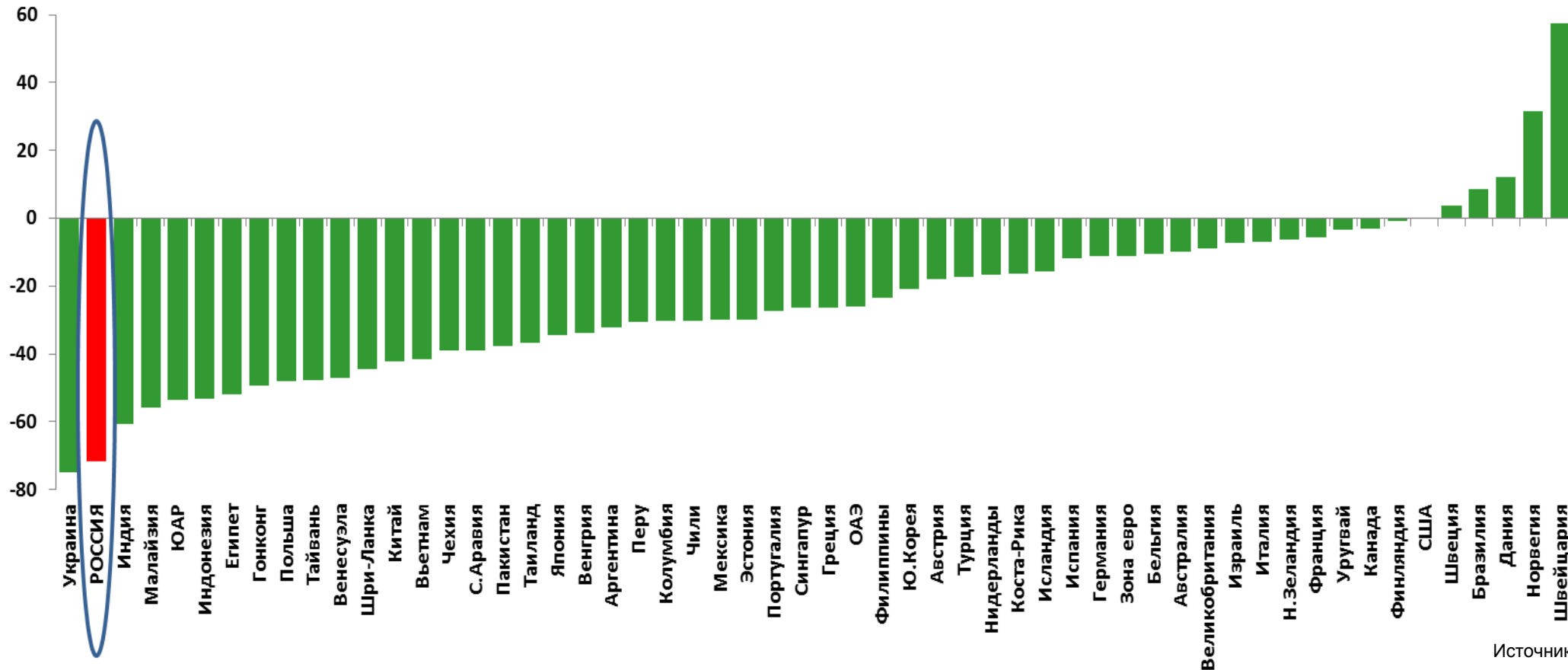
**Денежный шок 90-х сделал возможным безинфляционный рост ликвидности**

В.В. Путин: события на валютном рынке «не связаны с фундаментальными экономическими причинами и факторами»

Ноябрь 2014

По оценкам ОЭСР, рубль был **недооценен** на 30% еще до масштабного снижения курса рубля.

# Big Mac index (янв. 2015)



Согласно индексу Big Mac Россия занимает предпоследнее место по недооценке своей валюты (уровень недооценки – около 70%).

За укрепление рубля выступают 58% опрошенных промышленников, за дальнейшую девальвацию – всего 2%.

Февраль 2015

# Рубль: история формирования курса

Фундаментальная недооценка рубля была заложена еще в самом начале формирования валютного рынка в стране – в начале 90х гг.

## Уровень недооценки рубля к доллару США (в размах)\*

Год	1990	1991	1992	1995	1998	2004	2007	2010	2014 (сент.)	2014 (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.

Это дало мощный импульс к превращению российской экономики в экспортоориентированную, делая экспорт сверхэффективным.

- Курс рубля в конце 1980-х и начале 1990-х гг. составил в среднем 15-20 руб. за 1 доллар, что соответствовало ценовым соотношениям узкой группы престижных тогда товаров потребительского импорта – как джинсы, косметика и т.д.
- **Однако** целый ряд других товаров и услуг были при этом на российском рынке **многократно дешевле**:
  - метро стоило 5 коп., в Нью-Йорке – около 1 долл.,
  - хлеб у нас стоил около 20 коп., в США – 1-2 долл.,
  - жилье сопоставимого уровня у нас 15-25 руб. в месяц, в США в 50-70 раз больше
  - и т.д.
- Также стоимость промышленных активов в России была многократно дешевле относительно аналогичных активов в США.
  - Газпром в 1999 г. стоил почти в 700 раз меньше (по сопоставимым критериям оценок), чем такие компании, как, например, Exxon (International Fund Investment, 1999).

В этой связи некорректно сравнивать динамику рубля и, например, доллара, и инфляции в соответствующих экономиках без учета стартовой точки, с которой начиналось сравнение. Это возможно лишь при условии, что стартовой точкой является **равновесный курс**, отражающий объективное соотношение двух валют на начальном этапе сравнения.



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.

Недооценка российской валюты была мощнейшей питательной средой для долларизации, когда для держателей долларов сам рубль и все рублевые активы оказывались фундаментально недооцененными.

В целом более дешевый рубль вообще означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны.

Дешевый рубль создает риск того, что при открытии российской экономики ее активы станут для зарубежных инвесторов более дешевыми, чем они стоят на самом деле.

В целом снижается эффективность внешних займов (в т.ч. обостряется проблема margin calls)

- Усиливается риск инфляции.
- Увеличивается стоимость обслуживания внешнего долга.
- Сжимается внутренний спрос – важнейший драйвер экономического роста.
- Закрепляется сырьевая экспортная ориентация российской экономики.

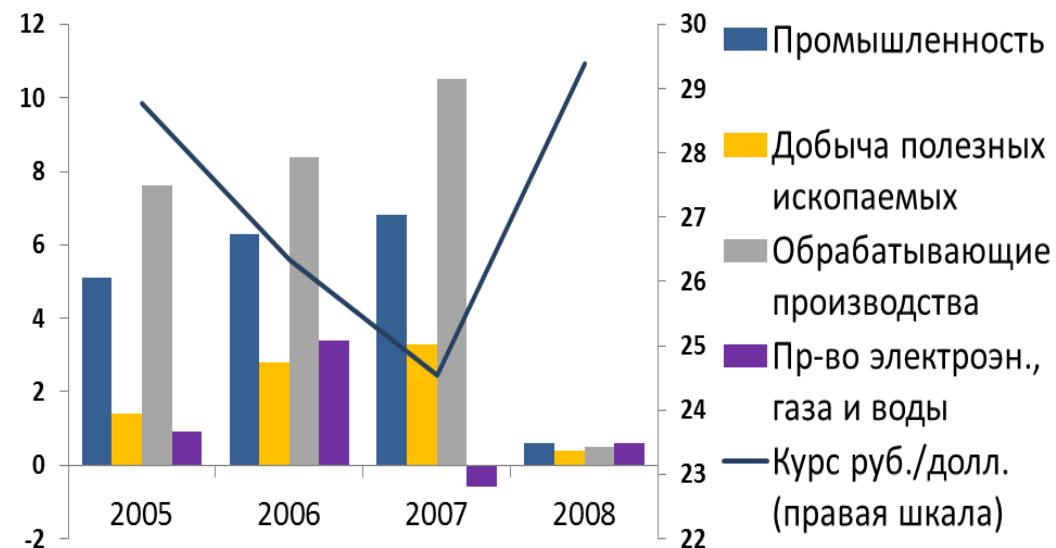
# Курс рубля и качество роста - 1

## Устойчивое удорожание рубля в 2000е гг. привело к более высоким темпам роста обрабатывающих отраслей

**Всемирный Банк** : «наблюдаемые изменения в структуре промышленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля» (2005 г.).

В результате наметились тенденции к улучшению качества роста и постепенной переориентации «двигателей роста»:  
-во-первых, с добывающей сферы на перерабатывающие отрасли,  
-во-вторых, с факторов внешнего спроса на внутренний спрос.

**Темпы прироста промышленности и курс руб./долл. (г/г, %)**



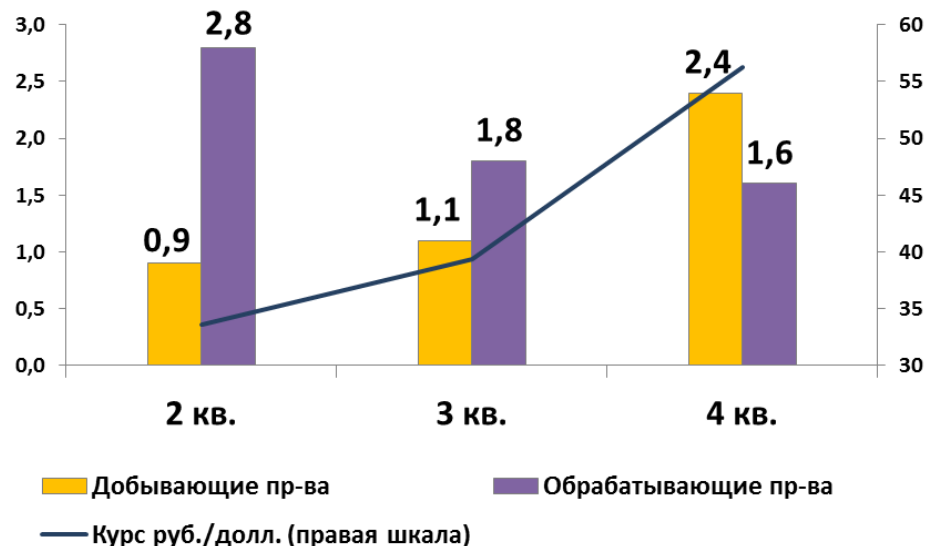
Источники: Росстат, ЦБ РФ

## Курс рубля и качество роста - 2

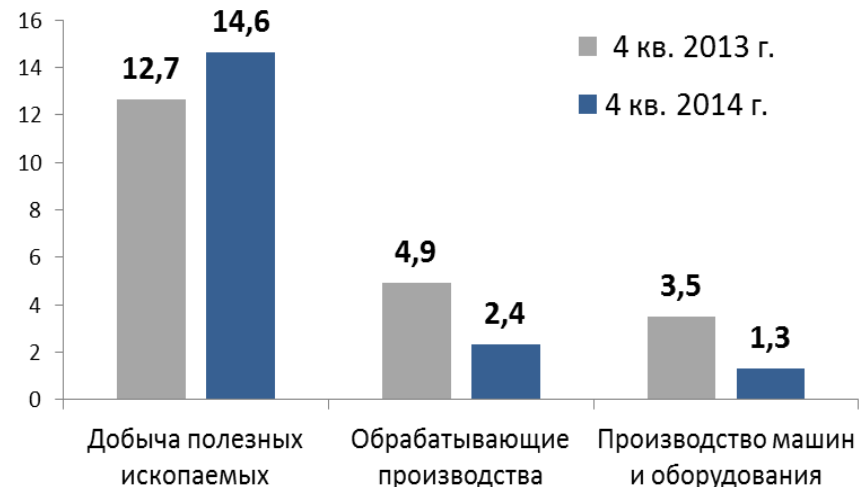
**2014 г.:** удешевление рубля сразу же ухудшило и качество роста:

- в обрабатывающих отраслях темпы роста стали замедляться,
- а в добывающих - повышаться.

Темпы прироста промышленности и курс руб./долл., 2014 г. (г/г, %)



Рентабельность активов (%)



Показатели эффективности обрабатывающих производств также снижаются

- Валютный курс имеет разнонаправленное действие. Стимулируя одно, он сдерживает другое.
- Его использование необходимо в комплексе с другими внешнеэкономическими рычагами.  
(Аналогия с медициной: все болезни не лечат одним лекарством)
- В условиях санкций возмражения ВТО по использованию других рычагов (тарифы, квоты и др.) утрачивают свой СМЫСЛ.  
(Основные страны сами первые нарушают эти правила, когда вводят санкции против России)



- Импортозамещение, которое пытаются наладить посредством девальвации, можно обеспечить другими инструментами с меньшими рисками для экономики.

Сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте.

Если же в качестве основных источников роста рассматриваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, то тогда речь должна идти о превращении рубля в полноценную национальную валюту – для сбережений и инвестиций.

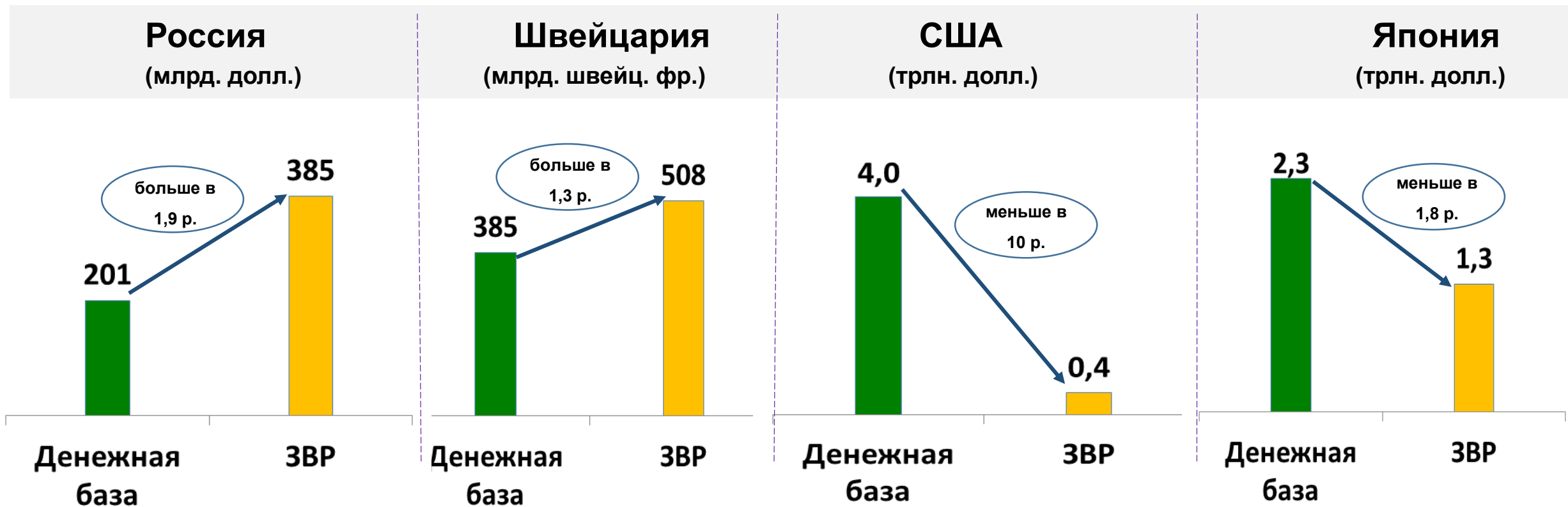
Когда нам пытаются доказать, что при слабом рубле нам же лучше, – это абсурдно и равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем они легче и дешевле и чем на них меньше можно купить, тем нам же выгоднее.

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.

Курс национальной валюты имеет не только экономическое, но и геостратегическое значение.

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.

# Российский рубль одна из самых обеспеченных валют



Фундаментальные показатели существенно разнятся от значений индекса Big Mac.

Для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение стабильного реального курса рубля.

# Также возможен еще ряд мер:

1. Необходимо увеличение роли внутренних источников финансовых ресурсов по сравнению с внешними.

Более дешевый рубль снижает валютную стоимость внутренних российских активов и повышает «эффективность» вхождения нерезидентов в российскую экономику и их вхождения в денежную систему в целом.

Все это делает проблему источников монетизации стратегической по своему значению, **выдвигая на первый план внутренние источники монетизации.**

Также внутреннее финансирование может восполнить сжавшиеся внутренние источники в условиях санкций.



2. Необходим широкий комплекс мер (информационно-разъяснительных, регулятивных и др.), направленных на повышение доверия к рублю. В этой связи регуляторам следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми регуляторы располагают (с учетом обеспеченности рубля ЗВР).

3. В случае усиления спекулятивного давления на рубль можно на необходимое время вернуться к **практике обязательной продажи части валютной выручки**, а также использовать нормативы валютной позиции, лимитов и иных мер, для уменьшения спекулятивного спроса на валюту. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

4. Необходимо продолжить проработку возможностей использования рубля в качестве валюты цены и валюты расчетов по российским экспортным поставкам, формируя основу для превращения рубля в международную валюту расчетов и ценообразования (на первом этапе – в масштабах СНГ).

При этом **поменяются предпочтения экспортеров**, которые будут заинтересованы в получении доходов в крепкой дорожающей валюте.

5. 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.

6. С учетом задач по улучшению качества роста, поддержанию его темпов и диверсификации рынка необходимо рассмотреть вопрос о **расширении функций ЦБ**, приближая их к задачам реальной экономики (экономического роста).

*М. Ершов*

# О валютной стабильности и валютном курсе

[www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)