

Об экономическом росте в условиях валютной нестабильности и денежных ограничений

О проблемах валютной и денежно-кредитной политики.

Михаил **Ершов**,

главный директор по финансовым исследованиям Института энергетике и финансов



С введением режима свободного плавания рубль резко обесценился, продолжив свое снижение, которое началось еще раньше — вследствие падения цен на нефть.

При этом удешевление рубля было более масштабным, чем у валют других стран нефтеэкспортеров. Это в свою очередь вызвало повышение неопределенности и привело к росту волатильности на российском валютном рынке.

Действительно, ситуация на валютном рынке в последние месяцы несколько стабилизировалась, и может восприниматься как некая «объективная данность», своего рода новое равновесное состояние. В то же время объективен ли этот уровень, и с какими последствиями для экономики (в т.ч. системного и стратегического характера) может быть сопряжено его сохранение в нынешнем диапазоне?

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

В результате недооценки национальной валюты происходит лишь рост рублевых доходов экспортеров после продажи валютной выручки (но этого можно достичь и используя сугубо вну-

тренние 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. Под обесценивание кредитов в итоге требуется залог большего количества акций, т.е. возникает проблема т.н. *margincalls*.

В целом более дорогой рубль по-

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.

По сути, речь идет о двойном эффекте недооценки. С одной стороны,

« В РЕЗУЛЬТАТЕ НЕДООЦЕНКИ НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ ПРОИСХОДИТ ЛИШЬ РОСТ РУБЛЕВЫХ ДОХОДОВ ЭКСПОРТЕРОВ

вышает эффективность привлечения иностранных инвестиций.

Кроме того 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 вызывает, по меньшей мере, недоумение, поскольку 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.

фундаментально недооценены сами активы (акции и др.). С другой, недооценен и валютный курс, при котором суммарная оценка полученных иностранными инвесторами российских финансовых активов еще больше возрастает.

В то же время, если в качестве основных источников роста рассматриваются 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 рублиями. ❖