

*М. Ершов,  
В. Татузов,  
О. Лупандина*

## УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ КАК ФАКТОР ВОССТАНОВЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА И ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ ИНФЛЯЦИИ

Сегодня практически никто не отрицает необходимость модернизации государственной социально-экономической политики, включая монетарную составляющую, в том числе курсовую политику, в целях преодоления кризисных процессов в экономике<sup>1</sup> и ее перевода на траекторию быстрого, устойчивого и высококачественного роста. В данном контексте авторы настоящей статьи в очередной раз возвращаются на страницах «Российского экономического журнала» к известной затяжной теоретической дискуссии между защитниками и оппонентами идеи сильной российской валюты, выступая на стороне первых<sup>2</sup>. В статье сопоставляются аргументы за и против перенацеливания деятельности «мегарегулятора» на управление курсом рубля и на этой основе утверждается дискурс, обозначенный в заголовке публикации.

### 1. Вводные замечания

В начале февраля текущего года были обнародованы результаты анкетирования членов РСПП (репрезентативного опроса «Антикризисный мониторинг — январь 2016 года»). Главными негативными следствиями нынешнего кризиса руководители российских компаний считают дисбалансы в денежно-кредитной сфере: валютную нестабильность, обесценение рубля и недостаток оборотных средств. При этом самая большая группа респондентов (почти 45%) назвала ключевой проблемой именно «снижение курса рубля/валютную нестабильность» (см. рис. 1).

По мнению ряда экспертов, в том числе международных, нынешний курс рубля сильно занижен. Так, согласно оценке Мирового банка, в 2014 г. курс по ППС (паритету покупательной способности) составлял 21 руб./долл., т.е. еще до девальвации при среднегодовом значении 38 руб./долл. курс рубля был примерно вдвое ниже его уровня к доллару по ППС<sup>3</sup>. Дальнейший «обвал» рубля в 2015 г. привел к тому, что Россия сегодня выходит в число лидеров по уровню недооценки нацио-

---

*Михаил Владимирович Ершов*, доктор экономических наук, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов; *Виктор Юрьевич Татузов*, кандидат экономических наук и *Ольга Александровна Лупандина* — сотрудники названного института.

<sup>1</sup> О старте и причинах новейшего кризиса (о зафиксированных с начала 2013 г., т.е. еще в условиях исключительно высоких мировых цен на нефть, устойчивых стагнационных и рецессивных явлениях в макроэкономической динамике России) см., в частности: Ершов М., Татузов В., Урьева Е. Ориентиры инновационного развития: воспоминания о будущем? (Макроэкономическая динамика первых месяцев-2013 опровергает докризисные прогнозы) // Российский экономический журнал. — 2013. — № 2.

<sup>2</sup> Этот вопрос в той или иной мере затрагивается во многих авторских выступлениях в журнале за последнее десятилетие, начиная с интервью: Ершов М. Актуальные вопросы российской денежно-кредитной политики. — 2006. — № 7-8.

<sup>3</sup> См.: <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

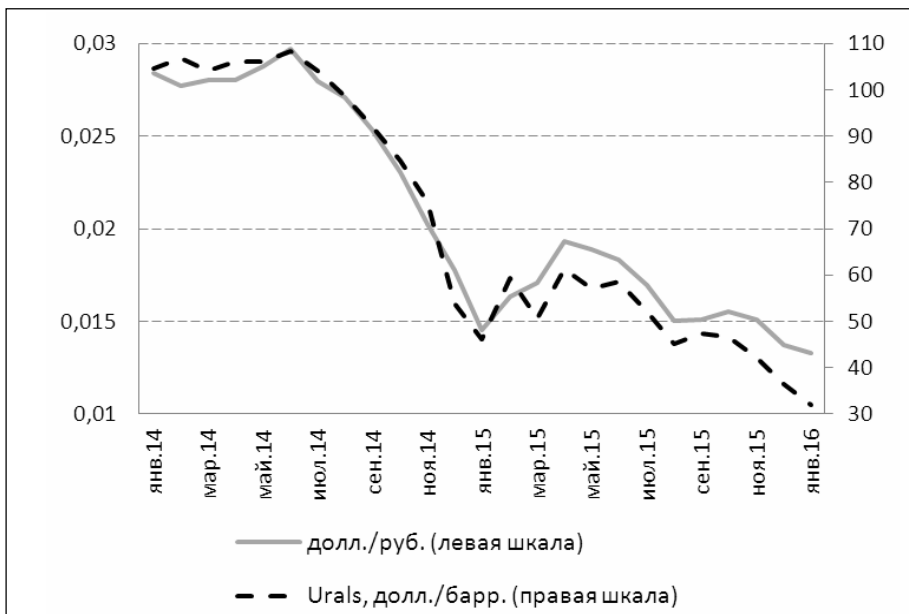


Источник: Антикризисный мониторинг — январь 2016 год. — М.: РСПП, 2016.

**Рис.1.** Главные последствия кризиса для российских компаний по оценке их руководителей, % числа опрошенных в январе 2016 г.

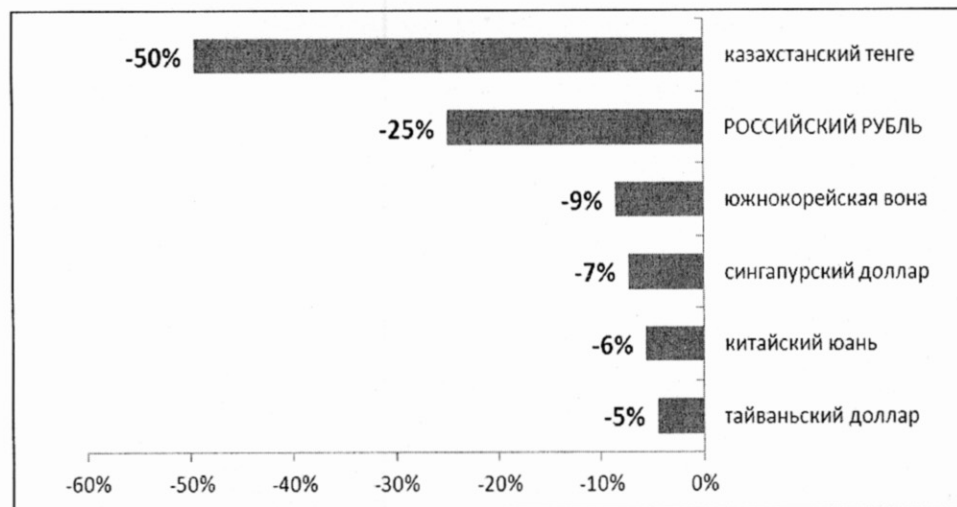
нальной валюты и все больше отдаляется не только от развитых, но и от многих стран с развивающимися рынками по параметру «отношение курс/ППС» (за первые месяцы 2016 г. этот уровень достиг 3,3 раза).

Сейчас обесценивающийся рубль демонстрирует многолетние минимумы, причем дешевеющая нефть (см. рис. 2) сделала российскую валюту одной из самых



Источник: данные ЦБ РФ и сайта [topoilnews.com](http://topoilnews.com), расчеты авторов.

**Рис. 2.** Помесячная динамика цены нефти «Юралс» и рублевого курса доллара в 2014 — 2015 гг. (данные на конец периода).

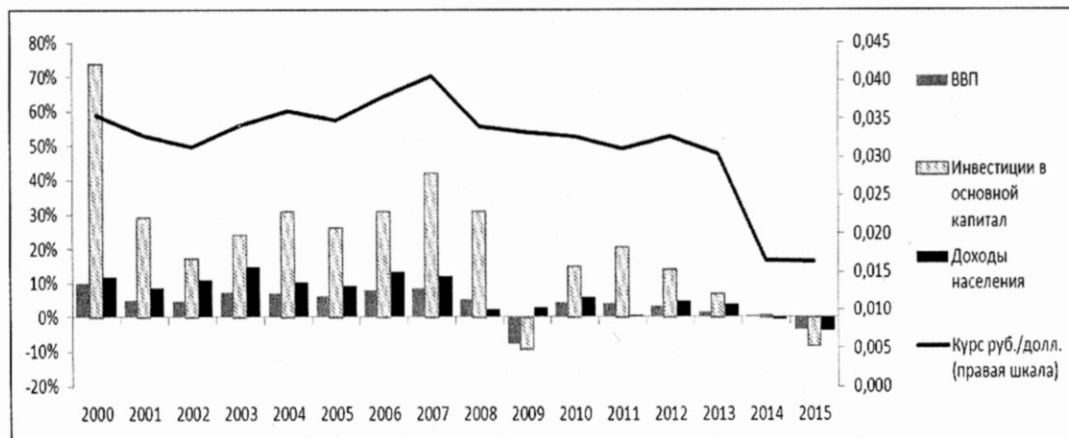


Источник: данные агентства «Bloomberg».

Рис. 3. Девальвация ряда национальных валют к доллару США за период с 1 января 2015 по 1 февраля 2016, %.

быстро падающих среди валют стран с развивающимися рынками. Рубль, в частности, обесценился гораздо сильнее, чем валюты Китая и ряда других азиатских стран, недавно осуществивших масштабные девальвации (см. рис. 3). Выгоден ли России столь низкий курс рубля? Не должен ли регулятор возобновить его поддержку посредством интервенций?

Как известно, девальвация при определенных условиях и в разумных границах может генерировать ощутимые позитивные эффекты (рассматриваемые далее). Однако в 2000—2015 гг. высокие темпы прироста ВВП РФ, инвестиций и доходов наблюдались не при ослаблении, а при укреплении рубля, а падение его курса в 2014—2015 гг. совпадает с существенным ухудшением ключевых показателей российской экономики (см. рис. 4). Не происходит ожидавшегося наращивания экс-



Источники: данные Росстата и ЦБ РФ, расчеты авторов.

Рис. 4. Курс рубля к доллару (на конец периода) и реальные темпы прироста ВВП, инвестиций в основной капитал и доходов населения в 2000—2015 гг. в России, %.

порта. Так, за 1 кв. 2016 г. сократилось сальдо счета текущих операций платежного баланса РФ (11,7 млрд. долл. в 1 кв. 2016 г. по сравнению с 19,4 млрд. долл. США в 1 кв. 2015 г. - предварительные оценки Банка России). При этом темпы падения импорта замедляются, а темпы сокращения экспорта остаются на уровне 2015 г. Таким образом, широко распространенный миф об универсальном и чудодейственном эффекте девальвации опровергается данными отечественной статистики 2000—2010-х годов. В связи с этим стоит также отметить, *во-первых*, высокие коэффициенты корреляции, свидетельствующие о существенной прямой связи между укреплением рубля и ключевыми макроиндикаторами (такими, как темпы прироста ВВП, инвестиций, доходов населения).

Таблица

**Коэффициенты корреляции между номинальным курсом (долл./руб.) и ключевыми макропоказателями в 2000—2015 гг.**

Показатели	Коэффициенты
ВВП	0,7
Инвестиции в основной капитал	0,7
Реальные доходы населения	0,8

Источники: данные Росстата и ЦБ РФ, расчеты авторов.

*Во-вторых*, девальвация приводит к падению рентабельности ряда обрабатывающих производств и создает угрозу их закрытия.<sup>4</sup> *В-третьих*, с девальвацией сопрягается повышение рисков в банковском секторе: «Негативное влияние значительной девальвации рубля на банковский сектор выражается в опережающем росте доли просроченной задолженности по валютным кредитам, для обслуживания которых не у всех заемщиков достаточно соответствующих доходов»<sup>5</sup>. Кстати, даже экспортеры из обрабатывающего сектора экономики ныне все реже высказываются в поддержку девальвационной политики.

## 2. Риски, связанные с обесценением рубля

В конце января 2016 г. президент «Лукойла» В.Ю. Алекперов отметил ошибочность выражения «сверхприбыль за счет девальвации»: «У нас её просто нет»<sup>6</sup>. А ранее он заявил следующее: «Девальвация, конечно, дает эффект потому что цены на внутреннем рынке растут не так быстро, как девальвировался рубль. Но это краткосрочный эффект. На среднесрочную перспективу мы не закладываем получение выгод от девальвации. Идет индексация заработной платы, цен на услуги и материальные ресурсы ... Инфляционная составляющая съедает эффект от девальвации»<sup>7</sup>.

Что касается экономики в целом, то рассматриваемые негативные эффекты, в частности, состоят в следующем: при девальвации и, как следствие, инфляции может стимулироваться «долларизация», и, что еще более важно, — наблюдается паде-

<sup>4</sup> Подробнее об этом см.: <http://www.interfax.ru/business/489391>.

<sup>5</sup> Цитирован обзор «Промсвязьбанка», подготовленный в марте 2015 г. (см. ([http://st.finam.ru/ipo/comments/\\_Banks\\_jan2015.pdf](http://st.finam.ru/ipo/comments/_Banks_jan2015.pdf))).

<sup>6</sup> РБК. — 2016. — 21 января.

<sup>7</sup> Ведомости. — 2015. — 6 сентября.

ние реальных доходов населения и сжатие внутреннего спроса — важнейшего в рыночном хозяйстве драйвера экономического роста. При этом «бегство» от рубля (включая перевод рублевых вкладов в валютные) способно усилить отток частного капитала. При «дешевом» рубле экономика РФ (и её экспортный сектор) сталкивается с удорожанием импортных компонентов; под воздействием роста цен на импортные товары начинает расти инфляция.

Да, недооценка национальной валюты приводит к росту доходной части бюджета РФ в рублевом выражении. Кроме того, при девальвации имеет место повышение рублевых доходов экспортеров после продажи валютной выручки (кстати, поддерживать экспортеров возможно и используя сугубо внутренние рычаги экономической политики). Однако эффективность привлечения валютных кредитов снижается, а сами акции российских предприятий-экспортеров из-за курсовой динамики становятся относительно дешевле для иностранных инвесторов (и под обеспечение кредитов требуется залог большего количества акций (т.е. возникает проблема «margin calls»). Помимо обесценения залогов при «дешевом» рубле и экспортеры, и бюджет, и банки, и компании, работающие на внутренний рынок, сталкиваются с удорожанием обслуживания внешних долгов и импортных компонентов, с некоторыми другими негативными эффектами.

Далее, слабая национальная валюта по сути отсекает Россию от участия в мировой экономике в качестве полномасштабного инвестора, делая зарубежные реальные активы недоступно дорогими для российских инвесторов и оставляя в конечном счете возможность нашего участия в соответствующих экономиках лишь во второстепенном качестве поставщика товаров, сырья и трудовых мигрантов. «Самый страшный наш экспорт, и самый большой наш экспорт, который надо остановить, — это «экспорт мозгов», — небезосновательно, на наш взгляд, заявил в январе текущего года глава «Сбербанка России» Г.О. Греф. — Мы не считаем, сколько мы экспортируем в год, но это, я боюсь, по объему потеря самое большое количество того, чего мы экспортируем. Экспортируем безвозвратно, к сожалению»<sup>8</sup>. Очевидно, что слабый рубль стимулирует «утечку умов» из России, одновременно затрудняя импорт квалифицированных трудовых ресурсов, необходимых для успешного роста российской экономики (кстати заметить, широкомасштабный приток мигрантов послужил немаловажным фактором ускоренного роста экономики РФ в 2000-е годы).

Упор на постоянно обесценивающуюся и недооцененную валюту еще сильнее консервирует экспортную ориентацию отечественной экономики и сырьевой профиль экспорта. Именно экспортеры (а среди них, как известно, доминируют как раз сырьевые) являются основными бенефициарами слабого рубля. Когда экспортер сырья продает свою валютную выручку и получает рубли, то он и формирует рублевые спрос и предложение во всей остальной экономике, размещая заказы, субподряды и т.п. Другие отрасли начинают во все большей мере работать на обслуживание «сырьевых» интересов, и роль топливно-энергетического комплекса возрастает.

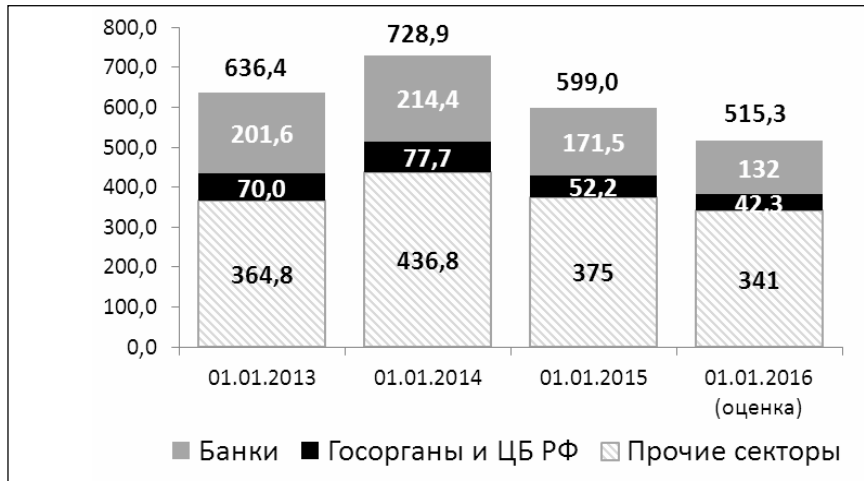
Наконец, согласно свидетельству МВФ, стремительное обесценение валют на развивающихся рынках обострило для компаний соответствующих стран проблемы обслуживания внешнего долга и вызвало значительный отток капитала<sup>9</sup>. Данная

---

<sup>8</sup> <http://www.forbes.ru/news/310369-gref-nazval-utechku-mozgov-samym-strashnym-eksportom>.

<sup>9</sup> IMF.Global Financial Stability Report. — Wash., April 2015. — P. Ix.

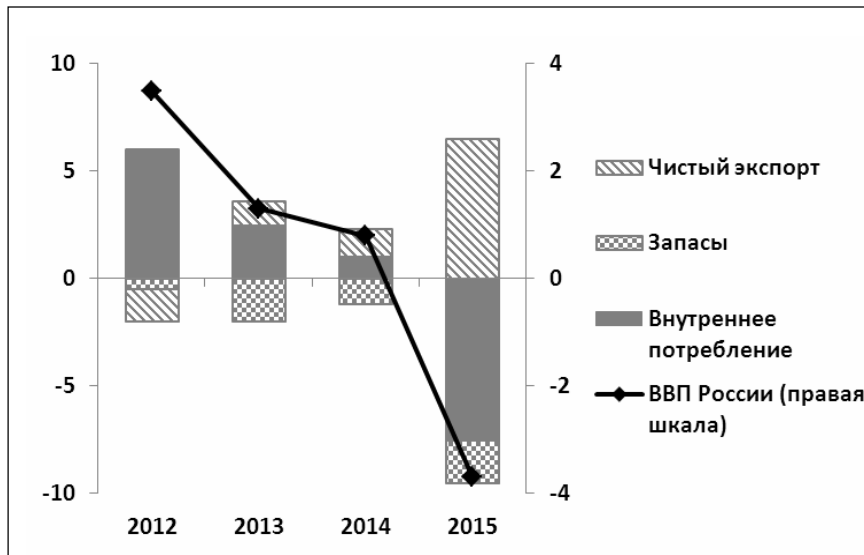
проблема исключительно актуальна для России с учетом высокого уровня корпоративного внешнего долга и платежей по нему (см. рис. 5).



Источник: данные ЦБ РФ.

Рис. 5. Динамика внешнего долга РФ в 2013–2016 гг., млрд. долл.

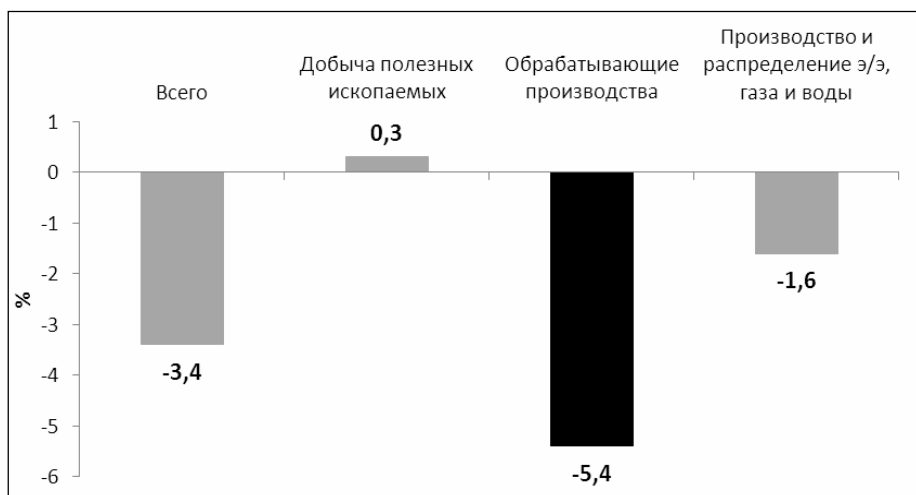
При всем этом, хотя девальвация при определенных условиях и продуцирует, стоит повторить, некоторые позитивные эффекты, сама по себе она не обеспечивает экономического роста. В 2015 г. единственным фактором, внесшим позитивный вклад в реальный прирост ВВП, был чистый экспорт. Это произошло при рекордном сокращении внутреннего потребления, послужившем главным фактором реального падения ВВП (см. рис. 6).



Источник: данные Росстата, ING.

Рис. 6. Вклад основных факторов в динамику реального ВВП РФ в 2012–2015 гг., %.

Спад обрабатывающей промышленности РФ свидетельствует: девальвация, несмотря на то, что она длится уже примерно пятый квартал, пока не оказывает заметного позитивного эффекта на соответствующий сектор (в том числе по линии повышения конкурентоспособности продукции). В то же время на динамике индустрии в целом и ее секторов, похоже, сказываются упомянутые выше негативные девальвационные эффекты — такие, как рост стоимости импортных компонентов и снижение потребительского спроса на готовые товары (см. рис. 7).



Источник: данные Росстата.

Рис. 7. Динамика промышленности РФ и её секторов в 2015 г., %.

Доля топливно-энергетических товаров в экспорте РФ в 2015 г. превысила 60%. Но с учетом низкой ценовой эластичности спроса на продукцию ТЭК, нынешней неблагоприятной конъюнктуры мировых рынков и объективных, не говоря уж об объективных «транспортных ограничениях» в развитии этого комплекса, не следует ожидать, что девальвация существенно расширит экспортные возможности экономики. Здесь уместно напомнить: в странах, где наблюдались периоды успешного использования преимуществ слабой валюты (например, в Японии времен «экономического чуда»), в структуре экспорта продукция ТЭК отнюдь не доминировала, а преобладала как раз продукция обрабатывающей промышленности, в связи с чем девальвация и стимулировала экспортные возможности.

Сторонники мифа о тотально благотворной роли девальвации не учитывают значимость социальных и геоэкономических аспектов валютной политики. Слабая валюта, стоит повторить, стимулирует «утечку умов» и затрудняет импорт трудовых ресурсов (главным образом квалифицированных); она снижает покупательную способность населения и сужает возможности туристических и деловых поездок граждан за границу. «Социальные издержки» при этом подчас принимают многообразные формы (к примеру, возникают ситуации, когда коренное население становится дешевой рабочей силой, успешно эксплуатируемой иностранными ТНК).

С учетом своих геоэкономических интересов с середины 1990-х годов такие страны, как Дания, Япония, Швеция, Швейцария и в значительной мере Великобритания, поддерживали национальные валюты в состоянии переоцененности к

доллару. Причем речь идет о целенаправленной стратегии обеспечения указанных интересов, реализуемой не в последнюю очередь посредством неприсоединения к зоне евро и поддержания собственных сильных валют. Соответственно поддержание доверия к рублю в рамках ЕАЭС и перспективы расширения использования российской валюты в союзных международных расчетах (в чем прямо и определенно заинтересована Россия) требуют политики именно сильного, а не слабого рубля.

### **3. Девальвация или ревальвация? О результатах применения корреляционного подхода**

Длительная дискуссия между сторонниками сильного и слабого рубля, использующими, в частности, корреляционный подход, демонстрирует его ограниченность. Поэтому после краткого изложения пусть и противоречивых, но заслуживающих внимания результатов, полученных авторами настоящей статьи на основе применения корреляционных методов анализа, будут приведены некоторые дополнительные аргументы в пользу недопущения чрезмерного обесценения рубля (относительно ППС), полученные при выходе за пределы простого корреляционного подхода.

Как показало выполненное авторами международно-компаративистское исследование (с использованием, в частности, двухгодичного временного лага), высокие темпы экономического роста могут наблюдаться в условиях поддержания как сравнительно слабой, так и относительно сильной национальной валюты, т.е. девальвация автоматически не гарантирует переход к устойчивому росту<sup>10</sup>.

Характеризуя методологию исследования, о котором идет речь, отметим: за период с 1961 г. по 2014 г. по более чем 40 странам рассчитывались коэффициенты корреляции между темпами прироста реального ВВП и динамикой курса национальной валюты к доллару США, а также между темпами прироста реального ВВП и степенью недооценки/переоценки номинального курса относительно курса по ППС. Что касается конкретных результатов исследования, то некоторые из них таковы.

1. В одном случае (в отношении Мексики) была выявлена долговременная (на протяжении нескольких десятилетий) связь ( $r = 0,6$ ) между приростом реального ВВП и номинальным усилением национальной валюты. Установленные факторы, в частности, таковы, что неоднократные девальвации в этой стране далеко не всегда вели к высоким темпам роста экономики, а нередко сопровождалась вялой экономической динамикой. Например, после девальвации 1982—1983 гг. до конца 1980-х годов наблюдались соответствующие темпы прироста: либо прямо отрицательные, либо кратно ниже уровня, отмечавшегося в период до девальвации. Значительная позитивная корреляция, таким образом, отразила, кроме прочего, то, что более высокие темпы роста возникают и на этапах, когда национальная валюта укрепляется.

<sup>10</sup> В связи с этим представляется справедливой констатация, согласно которой спад в обрабатывающей промышленности России «наглядно демонстрирует несостоятельность прямолинейного мифа о благотворном влиянии девальвации на торгуемый сектор, в частности через импортозамещение. В действительности многочисленные сборочные производства столкнулись с удорожанием импортных компонентов и падением потребительского спроса на готовую продукцию (М и х а л ь ч у к П. Индикаторы // Эксперт. — 2015. — №38. — С.78). Нельзя также не согласиться с тем, что «виды деятельности, ориентированные в основном на внутренний рынок, теряют прибыльность по мере ослабления рубля» (К л и м о в е ц А. Анализ влияния ослабления рубля на отдельные виды деятельности в российской экономике // Деньги и кредит. — 2015. — № 8. — С. 36).



2. Применительно к ряду стран (Греции, Испании, Италии, Франции, Японии) обнаружена существенная связь ( $r = 0,5-0,8$ ) между темпами прироста реального ВВП и слабостью национальной валюты относительно доллара по ППС. Это, в частности, свидетельствует: в те периоды, когда курс был относительно сильнее занижен к уровню ППС, прежде всего — в послевоенные десятилетия, в этих странах имели место сравнительно более высокие темпы роста. В дальнейшем, при усилении валютного курса, темпы роста оказывались не столь значительными. Так, для Японии в 1990-е годы, при максимально сильной йене, были характерны гораздо более низкие темпы прироста ВВП, чем в 1960-е годы, при заниженном курсе национальной валюты, а во второй половине 1970-х годов отмечались ощутимые темпы роста ВВП при довольно сильной йене (см. рис. 8); это показывает возможность успешного использования тенденции укрепления национальной валюты. В Греции, Испании, Италии, Франции и Японии высокие темпы экономического роста при слабой валюте проявлялись главным образом в первые послевоенные десятилетия, при действии в этих странах таких специфических факторов, как квазиплановая система, диктатура, фиксированные курсы, неполная конвертируемость валюты (в Японии в 1960-е годы неполная конвертируемость йены наблюдалась при её фиксированном заниженном курсе, а в Испании свободная конвертируемость вообще была введена только в 1980-е годы). Таким образом, полученные результаты нельзя трактовать в качестве универсальных и приемлемых для широкого круга стран, включая нынешнюю Россию, где плавающий курс рубля введен в условиях его полной конвертируемости.



Источник: данные ОЭСР.

Рис. 8. Динамика реального ВВП и уровень переоценки/недооценки йены к доллару по ППС в Японии в 1961–2014 гг., %.

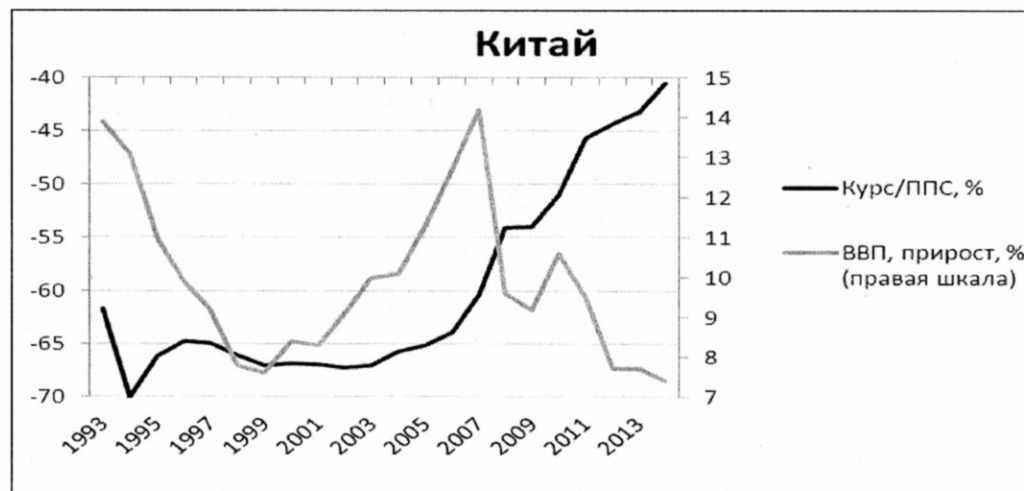
3. В отношении некоторых периодов истории отдельных стран выявлена значительная позитивная корреляция ( $r = 0,6-0,9$ ) прироста реального ВВП с номинальным ослаблением национальной валюты (например, в Канаде в 1961–1970 гг. и Китае в 1991–2000 гг.). Но в других случаях установлена столь же значительная позитивная корреляция ( $r$  — от 0,6 до 0,9) прироста реального ВВП с номинальным укреплением национальной валюты, в том числе в России в 2001–2014 гг. ( $r = 0,9$ ) и Индонезии в тот же период ( $r = 0,7$ ). Результат по России может интерпретироваться и следующим образом: чем более высоким является номинальный курс рубля, тем выше реальный прирост ВВП (см. рис. 9).



Источник: данные Росстата и Банка России.

Рис. 9. Динамика номинального курса рубля и реального ВВП в 1994–2014 гг., %.

4. Положительная корреляция темпов прироста реального ВВП обнаружена как при усилении, так и при ослаблении ряда конкретных национальных валют. К отмеченному в пункте 3 стоит добавить следующее (см. рис. 9, 10): реальные темпы прироста ВВП в ряде случаев заметно коррелировали со степенью снижения номинального курса валюты относительно ППС, например, в Швейцарии в 1966–1975 гг. ( $r=0,8$ ), или, наоборот, с уровнем повышения такого курса, скажем, в России в 2007–2014 гг. ( $r=0,7$ ) и в Китае в 1997–2007 гг. ( $r=0,9$ ). Так, в Китае в указанное десятилетие повышение темпов роста наблюдалось при подъеме курса юаня по ППС (см. рис. 10), причем очень высокие реальные темпы прироста ВВП КНР (11,3–14,2%) отмечались в 2005–2007 гг., т.е. после официальной ревальвации юаня на 2% (2005 г.).



Источник: данные ОЭСР.

Рис. 10. Динамика реального ВВП и уровень переоценки/недооценки юаня к доллару по ППС в Китае в 1961–2014 гг., %.

Еще раз: проведенный корреляционный анализ показал, что существуют примеры довольно высоких темпов роста в условиях поддержания как сравнительно слабой, так и относительно сильной национальной валюты. Для более детального анализа актуальных проблем формирования курса рубля предлагается выйти за рамки сугубо корреляционного подхода, на основе которого вряд ли можно однозначно ответить на злободневные ныне в России вопросы: эффективно ли дальнейшее снижение курса рубля, если за последнее время он уже радикально снизился («обвалился») и если это оказалось внешним «шоком» для многих наших граждан и компаний, или, наоборот, регулятору следует рубль «приподнимать»?

#### **4. Миф об универсальном и чудодейственном эффекте девальвации: некоторые истоки**

Как уже констатировалось выше, такой миф широко распространен в России и за рубежом. Исторически (и об этом речь тоже уже шла) данный миф отчасти связан с феноменом «экономического чуда», наблюдавшемся в Японии, Греции, Италии, Франции, Германии, Южной Корее, КНР и др. Действительно, в этих странах нередко имели место высокие темпы роста при сравнительно слабой валюте. Но, на наш взгляд, не следует абсолютизировать значение именно этого зарубежного опыта с точки зрения возможности его использования в современной России.

Да, один из наиболее ярких примеров успешного использования заниженного курса национальной валюты — экономический рост в Японии 1960-х годов. Но, стоит повторить, иена в тот период не была полностью конвертируемой валютой — лишь много позднее, более 30 лет (!) спустя, в Японии произошли валютная либерализация и либерализация движения капиталов. А новая Россия уже в 1996 г. присоединилась к VIII статье Устава МВФ, обязывавшей перейти на единый валютный курс рубля, причем как по текущим, так и по капитальным операциям (инвестиции и др.). Уже одно это обстоятельство не позволяет в полной мере использовать на нашей почве отмеченный японский опыт в области валютной политики.

Сторонники слабого рубля часто ссылаются также на историю КНР. Но, хотя в этой стране в отдельные периоды прослеживается позитивная связь между экономическим ростом и сравнительно недооцененным юанем, с нашей точки зрения, неправомерны выводы о необходимости и возможности непосредственного заимствования в России и этого странового опыта в рассматриваемой сфере. Юань в отличие от рубля опять-таки не является полностью конвертируемой валютой: конвертируемость по торговым и туристическим операциям сочетается в Китае с рестрикциями по движению капитала, причем ограничения касаются как его притока, так и оттока.

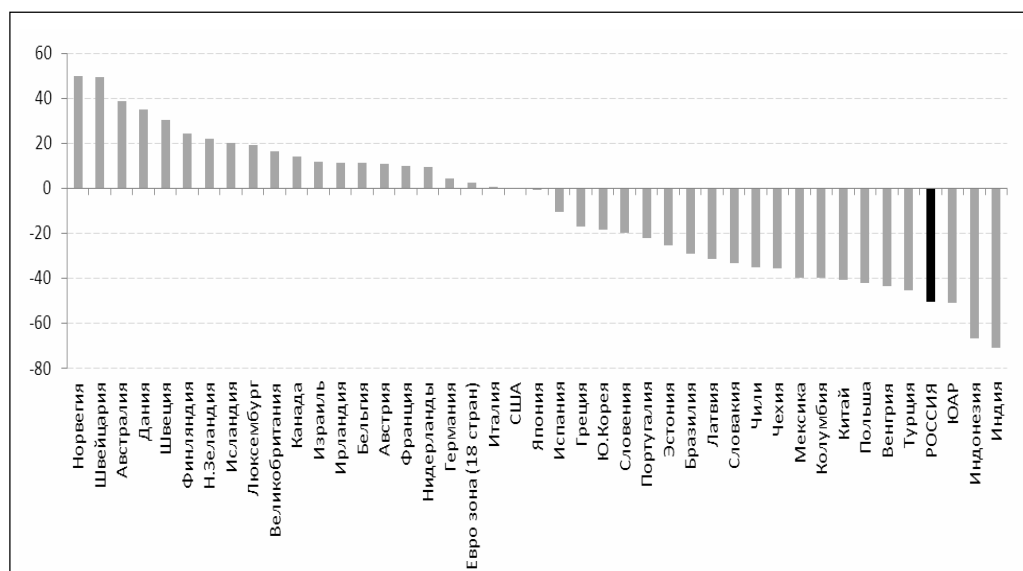
Миф о «панацейном» эффекте девальвации не учитывает ряд важнейших политических, исторических, экономических и иных сюжетов. Так, в истории Греции, Испании, Италии, Франции, Германии и Японии высокие темпы экономического роста при слабой валюте отмечались главным образом в послевоенные десятилетия; подобные прецеденты, подчеркивалось выше, имели место в условиях искаженных или деформированных политико-экономических систем. Кроме того, выше приведены примеры и обратной зависимости (так, в России и Китае в десятилетие 2000-х отмечались довольно высокие темпы роста ВВП при усилении их национальных

валютой), как и случаи сопровождения девальвации неблагоприятной экономической динамикой (такое было в Мексике в десятилетие 1980-х и в России в последние годы).

Возвращаясь к странам, пережившим периоды «экономического чуда», когда девальвация национальной валюты способствовала ускоренному экономическому росту, нельзя не повторить: и в этих странах наблюдались противоположные тенденции. Так, ревальвации в Японии 1971 и 1973 гг. сопровождалась довольно высокими темпами роста во второй половине 1970-х годов.

Кроме того, рядом стран успешно использовались такие преимущества сравнительно сильной национальной валюты, как стимулирование импорта передовых технологий, расширение реального спроса населения и предприятий, повышение международной конкурентоспособности национальных инвесторов.

Далее, согласно оценкам международных организаций, валюты многих развитых стран переоценены относительно ППС, а стран менее развитых — сильно недооценены. И, хотелось бы еще раз констатировать: среди ведущих держав и государств с развивающимися рынками еще в 2014 г. Россия (при среднегодовом курсе 38 руб./долл.) выделялась довольно слабой национальной валютой, что более характерно для отсталых стран (см. рис. 11). По расчетам ОЭСР, в 2014 г. курс по ППС составлял 21 руб./долл., т.е. при указанном среднегодовом номинальном курсе рубль к доллару был сильно, почти вдвое, занижен<sup>11</sup>. Его дальнейший «обвал» в 2015 г. привел к тому, что по параметру «отношение курс/ППС» Россия сегодня все больше отдалается не только от развитых государств, но и от многих стран с развивающимися рынками, выходит в число лидеров по уровню недооценки национальной



Источник: данные ОЭСР.

**Рис. 11.** Степень недооценки/переоценки валют ряда стран, включая Россию, к доллару США по ППС в 2014 г. (среднегодовые показатели).

<sup>11</sup> См.: <https://data.oecd.org/conversion/purchasing-power-parities-ppp.htm#indicator-chart>.

валюты. И при формировании экономической стратегии РФ в долгосрочном плане (и, возможно, — в меньшем горизонте) следует исходить из того, что путь в группу более развитых стран предполагает все-таки именно усиление национальной валюты относительно ППС.

В порядке дополнительной аргументации этого принципиального вывода хотелось бы привести следующие соображения.

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, свидетельствовать о целесообразности осуществления тех или иных видов экономической деятельности.

Изначально сильная недооценка рубля дала мощный импульс к превращению российской экономики в экспортоориентированную, делая экспорт (конкретно представленный ныне, как известно, главным образом энерго-сырьевыми товарами) сверхэффективным. Соответственно такой перекоп заложил основу для долларизации российской экономики, делая покупки рублей и рублевых активов сверхэффективными для держателей долларов<sup>12</sup> (не говоря уж об отмечавшихся выше консервации и стимулировании усиления сырьевой структуры народного хозяйства).

Заниженный относительно ППС курс рубля ныне в определенной мере диктуется объективными факторами, в том числе сравнительно низкими ценами на нефть и «валютными войнами», потребностью наращивания доходной части федерального бюджета. Однако, как показывают расчеты ОЭСР по ППС (см. рис. 11) уже в 2014 г. курс рубля был крайне, почти вдвое, занижен относительно ППС (что ставило под вопрос потребность в его дальнейшей существенной девальвации). Тем не менее, в 2015 г. рубль продолжал оставаться одной из самых быстро обесценивающихся валют, и сегодня заниженность, о которой идет речь, — более чем трехкратная. Таким образом, нынешняя валютная политика подрывает доверие к российской валюте (как в России, так и за рубежом), что, логично полагать, сужает возможности расширения её использования в международных расчетах (в том числе в рамках ЕАЭС).

По мнению ряда экспертов, с учетом высокой инфляции и иных негативных эффектов нынешний курс рубля уже не просто занижен, а гипертрофированно занижен. Другими словами, сегодняшняя политика российского регулятора в определенной степени повторяет «шоковую терапию» 1990-х годов (тогда многократное сжатие денежной массы спровоцировало многолетний экономический спад). Здесь представляется уместным напомнить о сделанном экспертами ВБ еще в середине 2000-х годов выводе о том, что «некоторые секторы, производящие торгуемые товары, фактически извлекают выгоду из укрепления рубля при импорте комплектующих для их последующей сборки...наблюдаемые изменения в структуре промыш-

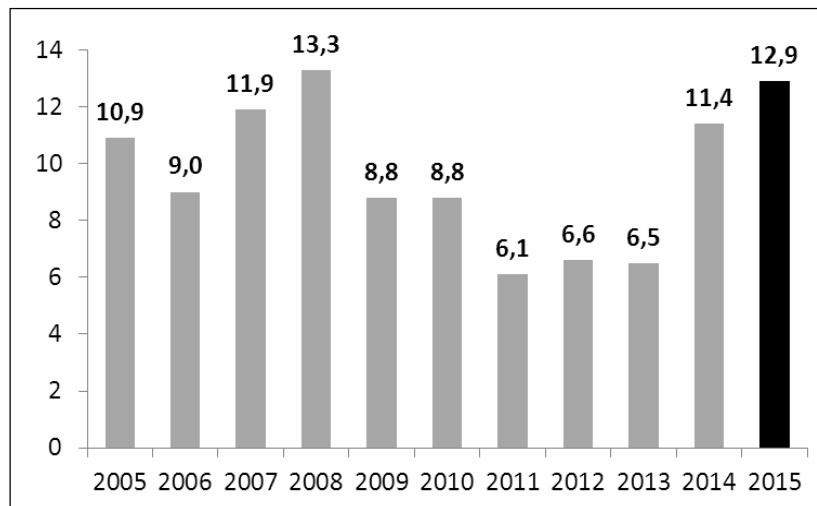
---

<sup>12</sup> Отсюда, кстати, вытекает неправомерность параллельного сравнения динамики по неким параметрам валют (например, «рубль—доллар») и показателей инфляции в соответствующих экономиках за произвольно выбранный период. Оценка обоснованности/необоснованности курсовых изменений по итогам подобных расчетов может считаться достоверной лишь и исключительно при том условии, что стартовой точкой является равновесный курс, отражающий объективное соотношение двух валют на начальном этапе сравнения. Коль скоро же значение курса по одной из валют заведомо многократно занижено (завышено), у этой валюты, естественно, есть большой потенциал изменения (коррекции) своего курса в направлении приведения его в соответствие с объективным уровнем.

ленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля».<sup>13</sup>

## 5. Курс рубля и инфляция

Согласно данным российской госстатистики, в годовом выражении инфляция в 2015 г. достигла 12,9%, т.е. одного из самых высоких показателей за последние 10 лет (см. рис. 12). По оценкам ЦБ РФ, превышение инфляцией целевого пятипроцентного уровня примерно «на две трети обусловлено ослаблением курса»<sup>14</sup>. Таким образом, правомерно говорить не только об экспертном, но и об официальном признании того, что снижение курса рубля ныне — основной инфляционный фактор. А значит, в целях борьбы с инфляцией нельзя допустить дальнейшего ослабления рубля.



Источник: данные Росстата.

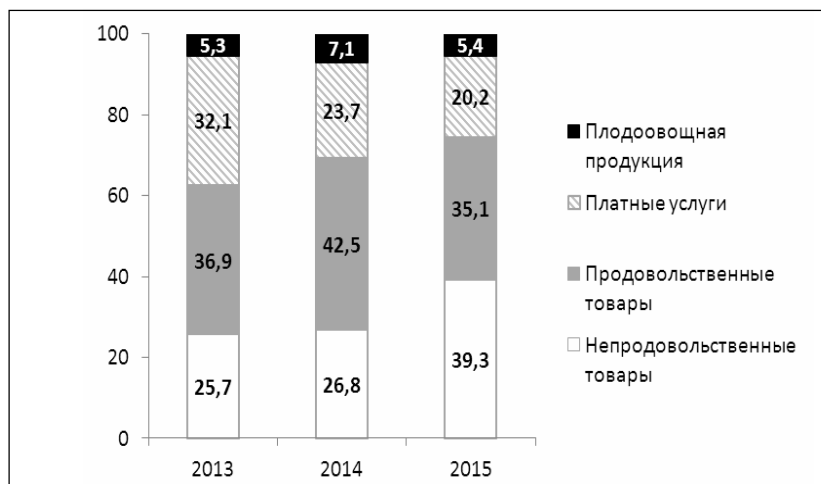
Рис. 12. Динамика инфляции (ИПЦ) в РФ в 2005—2015 гг., %.

Особенность инфляции в 2015 г. в сравнении с предыдущими годами такова: в структуре ИПЦ существенно вырос вклад непродовольственных товаров, составив почти 40% (см. рис. 13). Это во многом связано с тем, что из-за девальвации сильно подорожали импортные потребительские товары длительного пользования (электроника, бытовая техника, автомобили). Впрочем, рост цен на продовольствие (во многом вследствие эффекта контрсанкций) также внес ощутимый вклад в инфляцию (35%).

Таким образом, сегодняшняя инфляция в первую очередь предопределена обесценением рубля и контрсанкциями. Вероятно, серьезное укрепление рубля, например, при изменении ситуации на мировом нефтяном рынке, стало бы важным антиинфляционным фактором. Но это укрепление вряд ли способно обеспечить сниже-

<sup>13</sup> Всемирный банк. Доклад об экономике России. — Вашингтон, ноябрь 2005 (№ 11). — С. 6.

<sup>14</sup> Прочитировано выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе РФ 16 июня 2015 г.



Источник: данные Росстата.

Рис.13. Структура инфляции в 2013–2015 гг. (по ИПЦ), %.

ние цен на большинство товаров (прежде всего из-за инерционности цен, которые на практике гораздо легче повышаются, чем снижаются), но, в состоянии, думается, заметно затормозить их рост.

Соответственно борьба с инфляцией на основе ограничительной денежно-кредитной политики, предлагаемая и осуществляемая регулятором, представляется неэффективной. Успешно устранить проблему чрезмерного роста потребительских цен, на наш взгляд, удастся лишь при условии разработки и претворения в жизнь комплекса антиинфляционных мероприятий. Применительно к среднесрочной и долгосрочной перспективам этот комплекс должен, в частности, включать: а) ясную и продуманную валютную политику, направленную на устранение избыточной волатильности на валютном рынке и недопущение сверхзаниженного курса рубля; б) меры по стимулированию импортозамещения, т.е. по расширению внутреннего предложения ряда товаров и услуг (альтернативных дорогостоящей импортной продукции); в) шаги по снижению издержек (главным образом производства и сбыта), в первую очередь на основе увеличения производительности труда, улучшения инфраструктуры и т.п.; г) действия по ограничению роста тарифов естественных монополий; д) стимулирование инвестиционной активности и конкуренции (особенно в отраслях, конкурирующих с импортом).

\* \* \*

Резюмирующие соображения таковы. С учетом того, что отсутствие инвестиционных расходов в экономике в условиях жесткой денежно-кредитной политики Банка России может способствовать дальнейшему экономическому спаду, необходим более сильный и устойчивый рубль, который стимулировал бы инвестиционную активность, облегчая планирование и прогнозирование развития на уровне предприятий (в частности, благодаря снижению волатильности и неопределенности). Укрепление рубля позволило бы расширить возможности импорта технологий

и способствовало бы привлечению инвесторов перспективой получения дополнительных рублевых доходов (в том числе в валютном эквиваленте).

Таким образом, регулятору рекомендуется использовать все доступные ему средства и механизмы в целях устранения избыточной волатильности на валютном рынке и предотвращения дальнейшего падения курса рубля, не препятствовать некоторому укреплению национальной валюты. Это важно как с точки зрения снижения «социальных издержек» выхода экономики из кризиса и улучшения её количественных макропараметров, так и для создания условий быстрого устойчивого и высококачественного экономического роста в будущем.

Издательский дом «Экономическая газета» предлагает издание  
**Рыжков Н.И. Россия: о национальной идее и связи времен. — М., 2015. — 432 с. («Русская классическая библиотека. Экономика и духовность»)**

В своей новой книге видный политический деятель и хозяйственный руководитель, Председатель Совета Министров СССР в 1985—1990 гг. Н.И. Рыжков делится с читателями результатами многолетних раздумий о судьбах России и связи времен с акцентом на обеспечивающую такую связь российскую национальную идею.

В первой, в значительной мере теоретической, части книги автор подробно раскрывает содержательные компоненты этой идеи (образующие, по его мнению, следующую «триаду»: «единство», трактуемое в качестве целостности страны и суверенитета политэтнического и многоконфессионального государства, «социальная справедливость» и «общественный прогресс») и формулирует ее существо, актуально выражаемое максимой: «Вернуть России величие, а россиянам — достойную жизнь!» Вторая часть представляет собой некороткий (хотя и не всеобъемлющий) ряд очерков далекого, недалекого и ближайшего прошлого страны, в совокупности которых конкретные формы осуществления (или, наоборот, подавления) национальной идеи рассматриваются в многовековой ретроспективе — от крещения Киевской Руси до терний нашей постсоветской эволюции.

Для широкого круга интересующихся отечественной историей, социально неравнодушных и патриотически настроенных читателей.

Подробно монография представлена в критико-библиографической рубрике шестого номера «Российского экономического журнала» за 2014 г.

Книгу можно приобрести: через Интернет-магазин «Экономика и духовность» [[www.eg-online.ru](http://www.eg-online.ru) и [ideg.ru](http://ideg.ru); e-mail: [sale@eg-online.ru](mailto:sale@eg-online.ru); тел.: (499) 152-86-90].