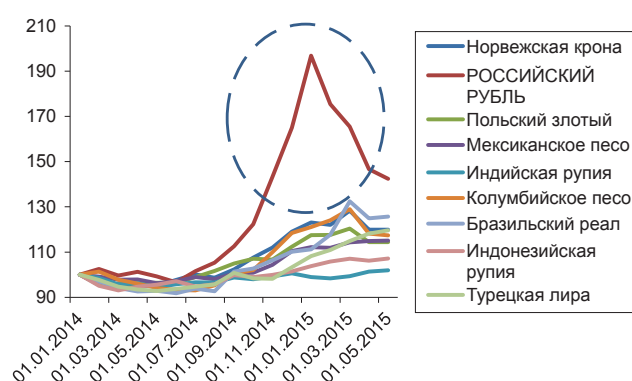


## О некоторых проблемах валютного курса рубля

**М. В. Ершов,**

доктор экономических наук, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации; <http://www.ershovm.ru>

Колебание курсов валют в последние месяцы было значительным<sup>1</sup>. Это констатировал и Международный валютный фонд. При этом девальвировались не только валюты основных стран – нефтеэкспортеров с плавающим режимом курса, но и ряда других стран (рис. 1).



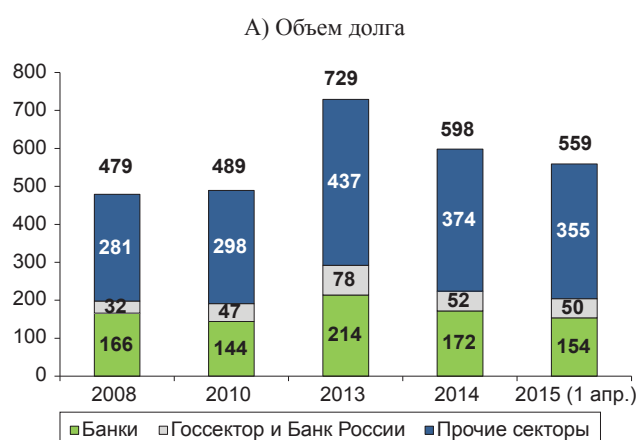
Источник: Bloomberg.

Рис. 1. Курсы валют ряда стран, % (01.01.2014 = 100)

Причем, согласно МВФ, стремительное обесценение валют стран с развивающимися рынками обострило для их компаний проблемы заимствования в иностранной валюте и вызвало значительный отток капитала<sup>2</sup>. Указанная проблема крайне актуальна для России с учетом высокого уровня корпоративного внешнего долга и ожидаемых платежей по нему (рис. 2).

В целом ситуация на валютном рынке в последнее время несколько стабилизировалась. При этом сложившийся новый уровень курса 50–60 руб./дол. в принципе мог бы восприниматься как своего рода новое равновесное состояние. В то же время объективен ли этот уровень и к каким последствиям для экономики (в том числе системного характера) может привести его сохранение в нынешнем диапазоне?

Как подчеркнул Президент Российской Федерации В. В. Путин, кризисные события на валютном рынке «не связаны с фундаментальными экономическими причинами и факторами»<sup>3</sup>. Об этом же говорил и Председатель Правительства Д. А. Медведев: «рубль переослаблен, т. е. он недооценен»<sup>4</sup>. По оценкам ОЭСР, рубль в конце 2014 г. был недооценен почти в 3 раза.



Источник: Банк России.

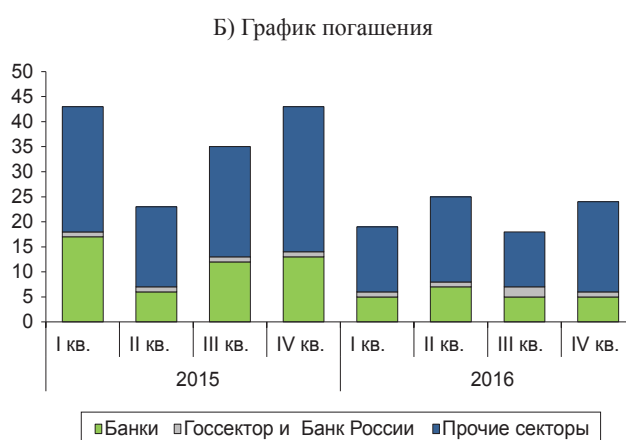


Рис. 2. Внешний долг Российской Федерации (млрд дол.)

<sup>2</sup> IMF. Global Financial Stability Report. April 2015. P. Ix.

<sup>3</sup> <http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>

<sup>4</sup> <http://tass.ru/ekonomika/1636509>

<sup>1</sup> IMF. Global Economic Outlook: Uneven Growth Short- and Long-Term factors. April 2015. P. 6.

При этом ожидания и предпочтения российского рынка все же не одинаковы. Так, согласно февральскому мониторингу, за укрепление рубля выступают 58% опрошенных промышленников, за дальнейшую девальвацию – всего 2%<sup>1</sup>.

На наш взгляд, недооценка рубля, которая до сих пор сохраняется, была заложена еще в самом начале формирования валютного рынка в стране – в конце 1980-х гг. Тогда рубль был существенно недооценен, а доверие к нему было очень низким, что обусловило долларизацию и способствовало экспортной ориентации российской экономики. Все это создавало негативные условия для дальнейшего развития страны.

**С чего начиналось формирование валютного курса в России.** Еще на начальном этапе формирования валютного рынка в стране в конце 1980-х и начале 1990-х гг. установился такой курс рубля к доллару, который отражал ценовые соотношения лишь узкой группы престижных в то время товаров потребительского импорта. При этом по целому ряду фундаментальных позиций имела место обратная картина. По соотношениям цены промышленных активов, жилья и других важных компонентов ВВП рубль должен был бы 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 дол. США, что соответствовало 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. Например, проезд в метро стоил 5 коп., а в Нью-Йорке – около 1 дол., хлеб у нас стоил около 20 коп., а в США – 1–2 дол. 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 платежей за квартиру в России – около 15–25 руб. в месяц эта величина была не менее чем в 50–70 раз (!) дешевле, чем цены за аналогичное жилье в западных странах. Важно также учитывать ту долю, которую составляет соответствующий товар в расходах (например, коммунальные платежи делаются ежемесячно и достигают в случае с западными экономиками – не менее 20–30% от ежемесячных расходов).

Стоимость промышленных активов также была в России многократно дешевле относительно аналогичных активов в сравниваемых странах. (*Примечание.* По оценкам ряда иностранных инвесторов, Газпром в 1999 г. стоил почти в 700 раз меньше (по сопоставимым критериям оценок), чем такие компании, как, например, *Exxon*<sup>2</sup>.)

Следует при этом иметь в виду, 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 эко-

номики в экспортно ориентированную, делая экспорт сверхэффективным. Аналогично, такой перекоп заложил основу для долларизации российской экономики, делая покупки рублей и рублевых активов сверхэффективными для держателей *долларов*. (*Примечание.* Представляется неправильным сравнивать динамику по неким двум валютам, например рубль/доллар, и параллельно инфляцию в соответствующих экономиках за произвольно выбранный период времени. Итогом таких расчетов может быть оценка обоснованности или необоснованности курсовых изменений, только лишь при условии, что стартовой точкой является *равновесный курс*, отражающий объективное соотношение двух валют на начальном этапе сравнения. 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 (коррекции), что позволит ей привести свой курс в большее соответствие с объективными показателями.)

Очевидно также и то, что наиболее конкурентоспособным 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 (в 1996 г.) присоединение 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 Японии валютная либерализация и либерализация движения капиталов произошли более 30 лет (!) спустя после либерализации по счету текущих операций в середине 1960-х годов.

**Новое обесценение рубля порождает старые проблемы.** Отметим, что сейчас мы фактически вернулись к тому же диапазону недооценки рубля, который наблюдался в период кризиса 1998 г. (см. табл. 1 на с. 15).

При этом замечена устойчивая закономерность: при удорожании рубля и население, и бизнес увеличивают свои вложения в российскую валюту и снижают интерес к иностранной валюте, а при обесценении рубля происходит обратная тенденция. Даже сейчас эта корреляция устойчива (рис. 3). Такая же закономерность отчетливо отражалась и в 2008–2009 гг. Поэтому удорожание рубля лучше любых указов и запретов работало в пользу дедолларизации экономики и повышения роли российской валюты.

Напомним также, что в прошлом устойчивая тенденция укрепления рубля привела и к улучшению *качества*

<sup>1</sup> РБК. Сильный рубль, низкие налоги: чего хотят промышленники от государства. 2015. 27 марта.

<sup>2</sup> International Fund Investment. 1999. № 4. P. 17.

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

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

Источник: материалы ММВБ, Госкомстата и ИМЭМО за соответствующие периоды.

**экономического роста:** к постепенной переориентации экономики с добывающих на перерабатывающие отрасли, а также с внешнего спроса на внутренний. Это подтверждало позитивное структурное воздействие крепкого валютного курса на экономику. Это же неоднократно отмечалось и Всемирным банком.

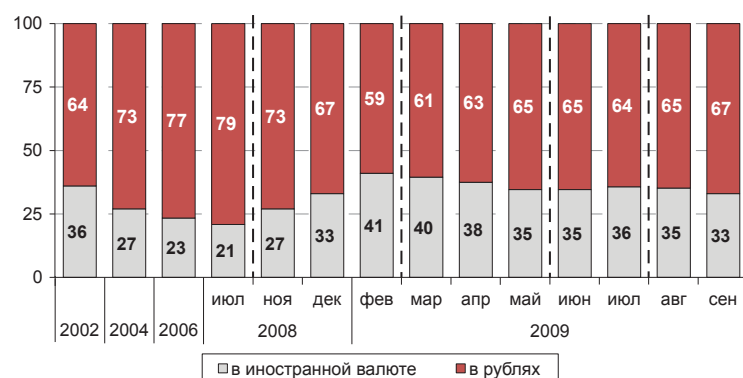
Так, в 2005 г. Всемирным банком отмечался быстрый рост внутреннего спроса и уверенный рост в отраслях, работающих на внутренний рынок, и делался вывод о том, что *наблюдаемые изменения в структуре промышленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля*<sup>1</sup>.

В результате можно было 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 финансово-экономического кризиса – в 2010 г. – Всемирный банк вновь сделал вывод о том, что *двигателями экономического роста в России являются обрабатывающие отрасли и внутренний спрос*<sup>2</sup>.

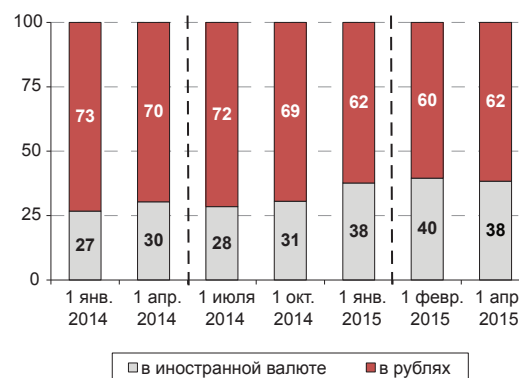
А как только рубль стал устойчиво дешеветь (как это имело место во второй половине 2014 г.), то сразу же ухудшилось и качество роста: в обрабатывающих отраслях темпы роста стали замедляться, а в добывающих, наоборот,

## а) валютная структура депозитов населения и нефинансовых организаций (%)

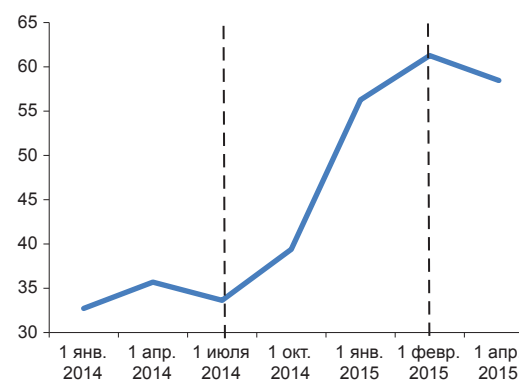
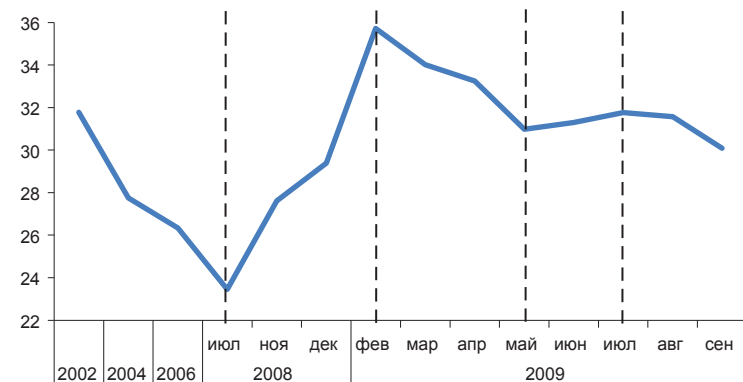
2002–2009 гг.



2014–2015 гг.



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



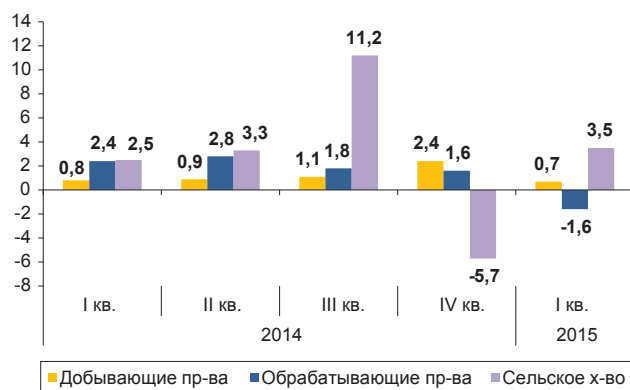
Источник: данные Банка России.

Рис. 3. Структура депозитов и валютный курс рубля в 2002–2009 гг. и в 2014–2015 гг.

<sup>1</sup> Доклад об экономике России. Всемирный банк. Ноябрь 2005. № 11. С. 6.

<sup>2</sup> WBE. № 23, ноябрь 2010. С. 5.

повышаться (рис. 4). Другое дело, что в последнее время картина роста стала более смешанной (из-за сохраняющейся неопределенности, дороговизны ресурсов и др.).



Источник: Росстат.

Рис. 4. Темпы прироста в промышленности и сельском хозяйстве (к соответствующему периоду предыдущего года, %)

Если бы тенденция укрепления (необесценения) рубля была более устойчивой, она продолжала бы позитивно влиять на дальнейшее улучшение качества роста.

**Насколько выгоден дешевый рубль?** Очевидно, что 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.

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 дешевле для иностранных инвесторов (и под обеспечение кредитов требуется залог большего количества акций, т. е. возникает проблема так называемых *margin calls*).

В этой связи недооценка рубля плохо увязывается с планами по привлечению иностранных инвестиций: ведь в данном случае в наших интересах был бы более «дорогой» рубль.

При «дешевом» рубле и экспортеры и бюджет сталкиваются с удорожанием внешних долгов, импортных компонентов и др. Для экономики в целом также отмечается 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 это равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем они легковеснее 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 денежно-кредитную систему в целом.

Согласно оценке Председателя Правительства Российской Федерации Д. А. Медведева, «в долгосрочном плане существенное ослабление рубля российской экономике невыгодно»<sup>1</sup>. (Примечание. В ведущих странах вопросы доступа иностранного капитала на внутренний рынок находятся под тщательным контролем регуляторов. Так, к началу кризисного 2008 г. в состав девяти участников Комитета по иностранным инвестициям в США помимо четырех экономических министров также входили министр обороны, министр национальной безопасности, генеральный прокурор, директор национальной разведки и государственный секретарь. Это говорит о том, что в условиях новых рисков данная проблема носит геоэкономический и стратегический характер.

В целом, нужен тщательный мониторинг движения капиталов, причем не только из страны, но и, что не менее важно, в страну. При этом нельзя руководствоваться формальными принципами — «любые инвестиции хороши» и «чем больше, тем лучше». В современных условиях следует уделять внимание качеству капитала, срокам, характеру, условиям репатриации, направлениям его использования, обеспечивая соответствие указанных параметров экономическим приоритетам развития страны.

В условиях сохраняющегося избытка глобальной ликвидности, которая по-прежнему ищет сферы своего применения после масштабной накачки западных экономик финансовыми ресурсами указанная проблема приобретает еще большую актуальность.)

По оценкам известного международного инвестора Дж. Роджерса, *в настоящее время Россия – один из самых привлекательных рынков с точки зрения инвестиций*<sup>2</sup>.

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

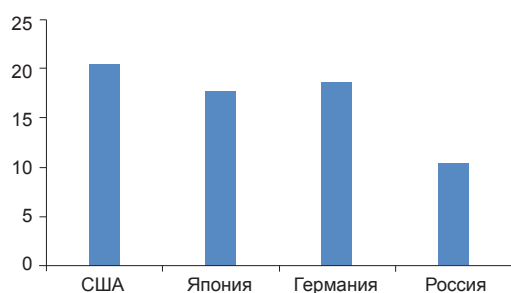
Действительно, по соотношению *P/E*, показывающему соотношение рыночной капитализации компаний и прибыли, Россия по-прежнему существенно отстает от рынков многих других стран (рис. 5).

В то же время, если в качестве основных источников роста рассматриваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, речь, очевидно, должна идти о

<sup>1</sup> www.vesti.ru (10.12.2014).

<sup>2</sup> РБК-daily. 2015. 7 апреля.

превращении рубля в полноценную национальную валюту – для сбережений и инвестиций, о формировании более устойчивого курса.



Источники: IMF; WEO, Apr. 2015; Bloomberg.

Рис. 5. Price/Earning Ratio (2014, март 2015)

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 конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно подключение рычагов торговой политики, которые обеспечат защиту соответствующих производств (*Примечание.* Напомним, валютный курс не является универсальным инструментом и его эффективное использование в целях внешнеэкономического регулирования возможно лишь в комплексе с другими мерами торговой политики).

При этом 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.

**Геоэкономические вопросы.** Очевидно, что валютная политика, в целом базируясь на своем важнейшем инструменте – валютном курсе, является одним из основных рычагов в условиях глобализации. Несмотря на то, что вся идеология курсообразования носит сугубо рыночный характер,

мы часто сталкиваемся с многочисленными примерами, когда используются различные рычаги с целью формирования курсовых тенденций для обеспечения максимальных выгод для соответствующих стран во внешней сфере.

Напомним, что на этапе формирования и распространения экономической мощи США в мире проводилась политика сильного доллара как мощного рычага экономической экспансии. Помимо расширения американского экономического влияния в мире, данные шаги должны были усилить и роль доллара – как мировой валюты и как одного из главных звеньев такой глобальной стратегии.

Очевидно, что дорогая валюта позволяет легче оказываться в экономическом пространстве других стран, ставя под свой контроль интересующие их активы и основные финансовые потоки. Чем дороже валюта, тем эффективнее и экономичнее это можно сделать.

Когда активы ставятся под контроль, то на следующем этапе встает вопрос о повышении эффективности управления ими со стороны новых собственников. Тогда уже при необходимости могут использоваться и рычаги по обесценению валюты, для завоевания такими компаниями новых рынков и т. д.

В частности, на этапе, предшествующем кризису Бреттон-Вудса, а также в период «глобализационной экспансии» конца 1990-х гг., отмечалась существенная переоценка курса американской валюты относительно корзины основных валют (с учетом реальных ценовых соотношений в экономиках соответствующих стран) (табл. 2).

При этом интересно, что еще целый ряд стран использовал валютный курс как защиту от нежелательного инвестиционного проникновения на их рынки (что дополнялось в случае необходимости мерами торговой политики для сдерживания американского импорта).

В частности, с середины 1990-х гг. такие страны, как Дания, Япония, Швеция, Швейцария, в значительной мере, Великобритания поддерживали свою валюту к доллару переоцененной (табл. 3). Причем для большинства из них это была, по-видимому, целенаправленная стратегия, позволявшая осуществлять политику «умеренной вовлеченности» в интеграционные процессы. Во многих из указанных европейских стран шли острые дискуссии относительно присоединения к зоне евро, и некоторые до сих пор являются «неприсоединившимися» странами.

А такие государства, как Япония, исторически проводили политику «опоры на собственные силы», с точки зрения допуска на внутренний рынок оставались достаточно закрытой экономикой (используя при этом широкий арсенал средств регулирования). По мнению между-

Таблица 2

**Уровень переоценки (+) или недооценки (-) номинального курса доллара США по отношению к валютам основных стран (%)\***

	1970 г.	1985 г.	1995 г.	2000 г.	2005 г.	2010 г.	2014 г.
Переоценка (+)	18,1	17,8	-3,1	9,6	17,4	14,6	18,5

\* При расчетах данной таблицы нами брались отклонения номинального курса доллара к основным валютам стран – торговых партнеров с учетом паритета покупательной способности по соответствующим парам валют. Полученные данные затем взвешивались с учетом доли каждой страны в экспорте и импорте США.

Источник: материалы OECD, International Monetary Statistics за соответствующие периоды.

Уровень переоценки (+) или недооценки (-) ряда валют к доллару США (%)\*

	1975 г.	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2005 г.	2010 г.	2014 г.
Иена	-3,8	25,9	44,7	43,8	17,5	27,2	-1,7
Швейцарский франк	18,5	36,8	41,2	9,6	40,0	44,7	48,6
Фунт стерлингов	-18,9	7,0	3,12	-3,8	15,7	6,8	15,3

\*На базе ППС.

Источник: данные OECD за соответствующие периоды.

народных экспертов, Япония «хорошо освоила искусство открываться на ее условиях». А политика опоры на собственные силы, а не на иностранные инвестиции, защита национальных компаний и банков позволили ей «достичь одной из основных целей – финансовой независимости»<sup>1</sup>.

Вообще на валютном рынке факторы психологического характера – ожидания, субъективные настроения – часто играют даже более существенную роль, чем реальные экономические процессы. И на таком рынке любые сигналы, особенно от официальных денежных властей, играют первостепенное значение. Причем не только в формировании текущей конъюнктуры, но и определяя позиции валюты на будущее. Характерна в этой связи политика США с начала 2000-х гг. Несмотря на то, что в стране отмечалось сложное экономическое положение, процентные ставки достигли самого низкого за последние 40 лет уровня, группы экспортеров и промышленников говорили о целесообразности ослабления доллара, денежные власти США продолжали подчеркивать свою приверженность сильному доллару. В частности, еще в конце 2000 г. Л. Саммерс, в то время министр финансов США, заявлял, что *сильный доллар отвечает национальным интересам Соединенных Штатов*<sup>2</sup>. Его последователи не раз делали похожие заявления.

**Вновь о российских особенностях.** 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 менее эквивалентным будет

наш обмен с внешним миром и тем в большей степени это будет походить на те принципы, которые использовались в прошлом в отношении между страной-метрополией и развивающимися территориями.

Кроме того, упор на постоянно обесценивающуюся и недооцененную валюту еще больше консервирует экспортную ориентацию отечественной экономики и сырьевой профиль такого экспорта. Именно сырьевые экспортеры являются основными бенефициарами слабого рубля. Когда экспортер сырья продает свою валютную выручку и получает рубли, то он же и формирует рублевые спрос и предложение для всей остальной экономики, размещая заказы, субподряды и т. д. Другие отрасли начинают все больше работать на обслуживание «сырьевых» интересов, и роль сырьевого сектора возрастает (что и наблюдается в последние годы).

В этой связи для прогрессивных изменений в структуре российской экономики, с нашей точки зрения, целесообразны следующие меры и подходы<sup>3</sup>:

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 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.

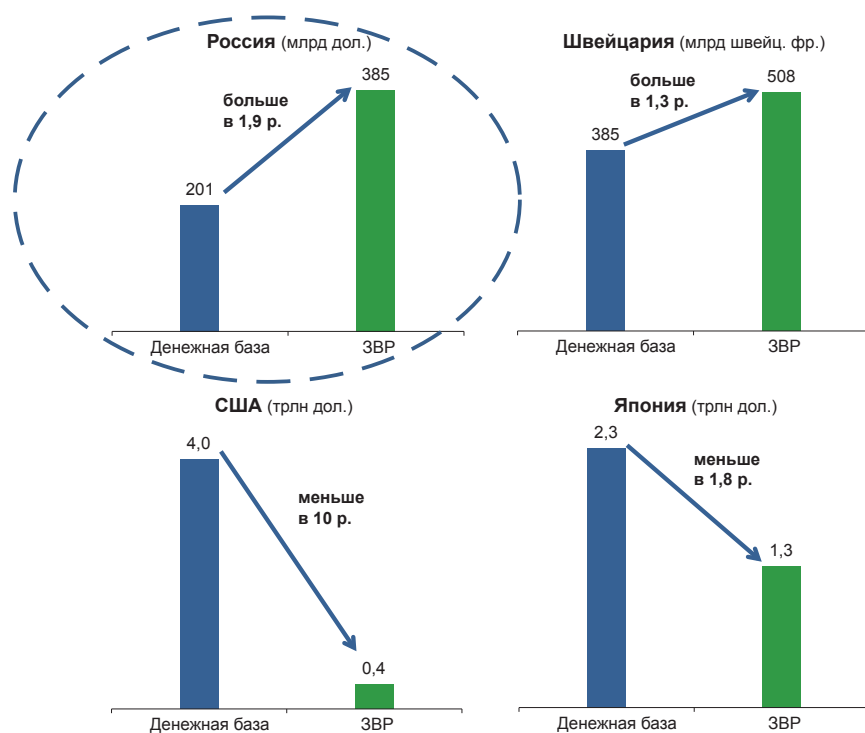
3. Следует увеличить роль внутренних источников финансовых ресурсов, необходимых для экономического роста, по сравнению с внешним финансированием. Это становится особенно актуальным в условиях санкций против России. В таких условиях механизмы денежного предложения должны опираться не на приток валюты и на внешние займы, а на внутренний спрос участников российского рынка.

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 регу-

<sup>1</sup> Japanese Spirit, Western Things // The Economist. 2003. July 12th. P. 20–22.

<sup>2</sup> Federal Reserve Bulletin. 2000. December. P. 816.

<sup>3</sup> О возможных экономических подходах говорилось неоднократно различными экспертами. См., например: Тулин Д. В. В поисках сеньоража, или легких путей к процветанию // Деньги и кредит. 2014. № 12. С. 6–16.



Источники: центральные банки соответствующих стран.

Рис. 6. Объем золотовалютных резервов и денежные базы ряда стран (конец 2014 г.)

ляторы располагают. Так, размер международных резервов (золотовалютных резервов, ЗВР) в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) почти в 2 раза (рис. 6). (Примечание. По этому критерию рубль находится в категории обеспеченных валют (о чем необходимо напоминать рынку (рис. 6). Более того, западные эксперты также указывают на это обстоятельство, говоря, что *Россия – страна с валютой, обеспеченной золотом (ЗВР), и лишь вопрос времени, когда она это преимущество реализует<sup>1</sup>*.)

Другими словами, теоретически все рубли в экономике 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 части валютной выручки, а также к использованию нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

6. При необходимости следует внести изменения в нормативы, регулирующие деятельность кредитных ор-

ганизаций, 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 целесообразно рассмотреть возможность использования успешно применявшейся ранее (в конце 1998 г.) 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 будет выгоднее получать платежи в дорожающей (а не обесценивающейся) валюте. При этом 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 от полученных рублей в валюту. Эти меры должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными.

Таким образом, стабилизация положения на валютном рынке, повышение доверия к рублю, расширение сферы его применения, на наш взгляд, станут важными факторами для обеспечения устойчивого и долгосрочного развития и улучшения качества экономического роста в целом. В условиях сохраняющихся внешних вызовов, равно как и внутренних проблем, необходимость такой стабилизации еще более повышается. ■

<sup>1</sup> www.washingtontimes.com (30.04.2015).