

О важности крепкого рубля для экономического роста

Текст: **Ершов М.В.** (д.э.н., руководитель проекта) – главный директор по финансовым исследованиям; **Танасова А.С.** (к.э.н.) – заместитель руководителя Департамента финансового анализа; **Татузов В.Ю.** (д.э. (PhD) Сорбонны) – старший аналитик Департамента финансового анализа, ИНСТИТУТ ЭНЕРГЕТИКИ И ФИНАНСОВ

По мнению ряда экспертов (в т.ч. международных), нынешний курс рубля сильно занижен. По подсчетам ОЭСР, в 2014 году курс по ППС составлял 19 руб./\$, т.е. еще до девальвации при его среднегодовом значении 38 руб./\$ курс рубля был примерно в 2 раза слабее его уровня к доллару США по ППС. Дальнейший «обвал» рубля в 2015 году привел к тому, что Россия сегодня выходит в число лидеров по уровню недооценки национальной валюты и все больше отделяется не только от развитых, но и от многих стран с развивающимися рынками по параметру «отношение курс/ППС».

В конце сентября МЭР представил новый прогноз экономики РФ. Согласно целевому сценарию, при сохранении жесткой денежно-кредитной политики и относительно сильном рубле и у отечественных, и у иностранных инвесторов появится интерес к инвестициям в несырьевые отрасли экономики РФ. Главное отличие нового (целевого) варианта прогноза МЭР – это существенное укрепление рубля, которое, как ожидается, будет стимулировать политику привлечения частных инвестиций. По указанному сценарию прогнозируется, что реальное укрепление рубля к доллару США составит 2% в 2016 году, 5,3% в 2017 году и 4,8% в 2018 году (номинальный курс достигнет около 54,5 руб./\$ к 2018 году).

Очевидно, что в 2000-2015 годах высокие темпы прироста ВВП, инвестиций и доходов наблюдались при укреплении курса рубля. При этом

ослабление курса рубля в 2014 - 2015 годах совпадает с существенным ухудшением ключевых макроэкономических показателей [Рис.1]. Таким образом, широко распространенный миф об универсальном и чудодейственном эффекте девальвации опровергается ключевыми данными российской статистики 2000-х годов.

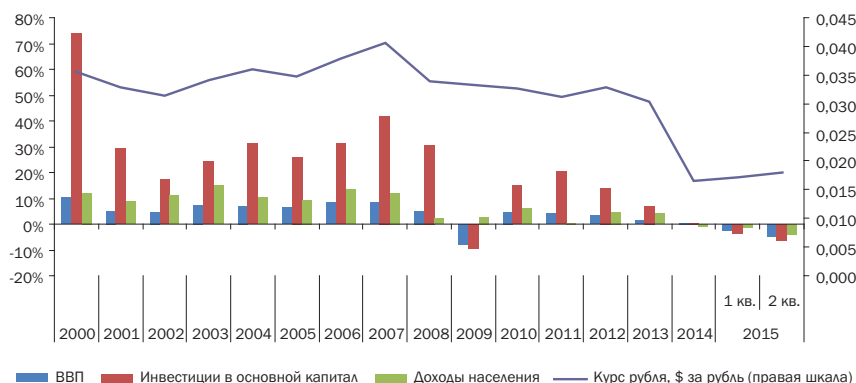
Ряд рисков, связанных с обесценением рубля

Президент «Лукойла» Вагит Алекперов недавно заявил: «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».(1)

Для экономики в целом последнее означает, что при девальвации и, как следствие, инфляции могут отмечаться «долларизация», и, что еще более важно, уменьшение реальных доходов населения и сжатие внутреннего спроса – важнейшего драйвера экономического роста. При этом «бегство» от рубля (в т.ч., перевод рублевых вкладов в валютные) способно усилить прогнозируемый значительный отток частного капитала. Так, по базовому прогнозу ЦБ РФ (сентябрь 2015 года), чистый отток частного капитала достигнет \$85 млрд в 2015 году, \$56 млрд в 2016 году, \$53 млрд в 2017 году и \$47 млрд в 2018 году.

При «дешевом» рубле экономика РФ (в т.ч. её экспортный сектор) сталкивается с удорожанием импортных компонентов, и под воздействием роста цен на импортные товары отмечается рост инфляции. По оценкам ЦБ РФ, превышение инфляцией целевого уровня в

[Рис. 1] Курс рубля (на конец периода) и реальные темпы прироста ВВП, инвестиций в основной капитал и доходов населения в России (%)



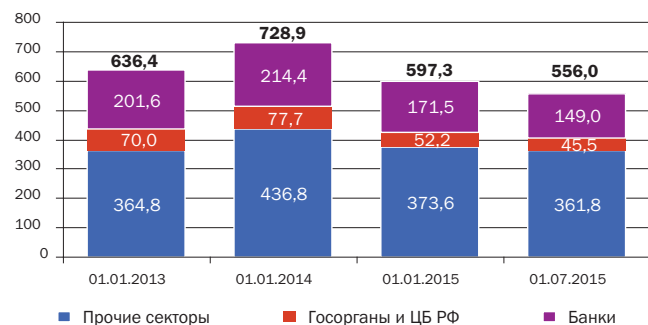
Источник: построено и рассчитано по данным Росстата

[Таблица 1] Коэффициенты корреляции между номинальным курсом рубля и ключевыми макропоказателями в 2000-2015 годах

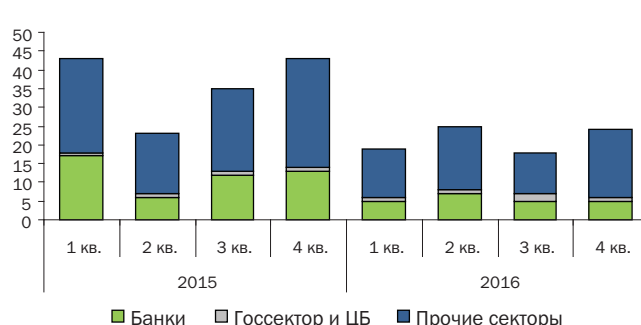
ВВП	0,66
Инвестиции в основной капитал	0,67
Реальные доходы населения	0,79

[Рис. 2] Внешний долг РФ (\$ млрд)

А) Объем долга



Б) График погашения



Источник: ЦБ РФ

5% примерно «на две трети обусловлено ослаблением курса».(2) Кстати, вызывает удивление противоречие между объявленной регулятором целью и применяемыми им инструментами: с одной стороны, объявляется цель по снижению инфляции, но одновременно с этим используются меры (девальвация рубля), которые эту инфляцию провоцируют. Так, в январе-августе 2015 года инфляция достигла 15,8% (г./г.) и 9,8% (август 2015 года/декабрь 2014 года).

Недооценка национальной валюты, конечно, приводит к росту доходной части бюджета РФ в рублевом выражении. Кроме того, очевидно, при девальвации наблюдается рост 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). Помимо обесценения залогов при «дешевом» рубле и экспортеры, и бюджет, и банки, и компании, работающие на внутреннем рынке, сталкиваются с удорожанием обслуживания внешних долгов, покупки импортных компонентов и другими негативными эффектами.

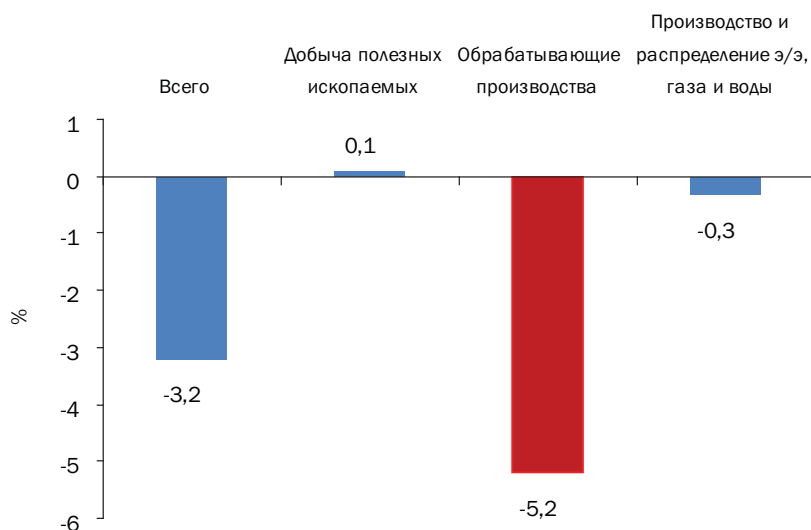
Слабая национальная валюта, по сути, отсекает Россию от участия в мировой экономике в качестве полномасштабного инвестора, делая зарубежные реальные активы для российских инвесторов недоступно дорогими и оставляя в результате возможность нашего участия в их экономиках лишь во второстепенном качестве поставщика товаров и сырья.

В то же время упор на постоянно обесценивающуюся и недооцененную валюту еще больше консервирует экспортную ориентацию отечественной экономики и сырьевой профиль такого экспорта. Именно экспортеры (а среди них важную роль играют сырьевые экспортеры) являются основными бенефициарами слабого рубля. Когда

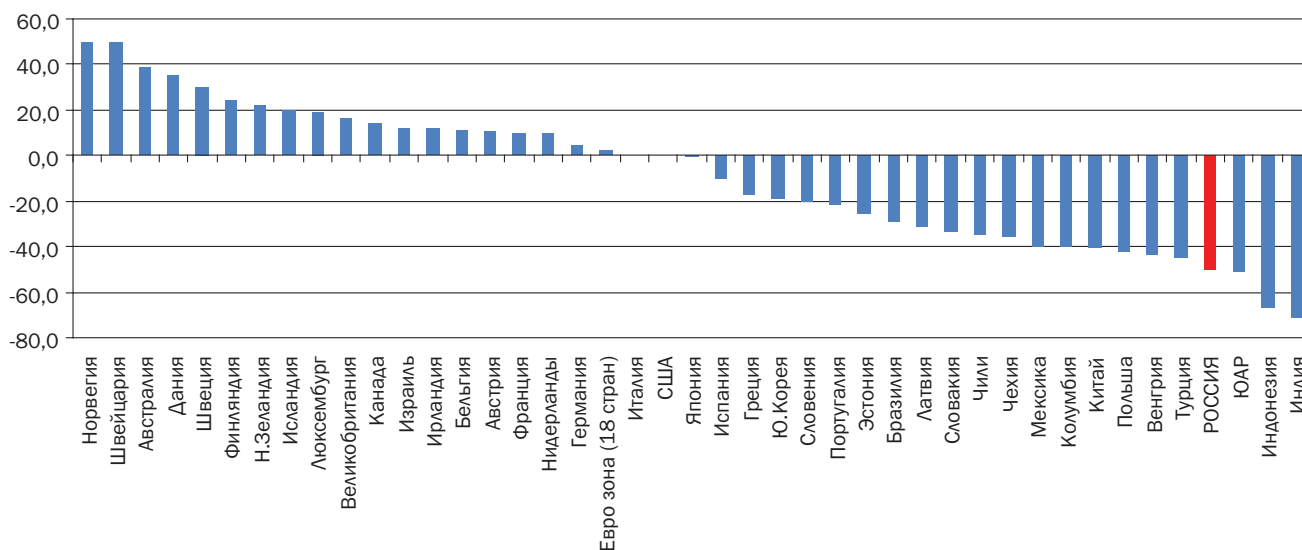
экспортер сырья продает свою валютную выручку и получает рубли, то он же и формирует рублевые спрос и предложение для всей остальной экономики, размещая заказы, субподряды и т. д. Другие отрасли начинают все больше работать на обслуживание «сырьевых» интересов, и роль сырьевого сектора возрастает.

Кроме того, согласно МВФ, стремительное обесценение валют на развивающихся рынках обострило для их компаний проблемы обслуживания внешнего долга и вызвало значительный отток капитала.(3) Указанная проблема крайне актуальна для России с учетом высокого уровня корпоративного внешнего долга и ожидаемых платежей по нему [Рис. 2].

[Рис. 3] Темпы прироста промышленности и её секторов в январе-августе 2015 года (год к году, %)



Источники: Росстат

[Рис. 4] Степень недооценки/переоценки национальной валюты по ППС в 2014 г. (к доллару США, среднегодовые показатели)

Источник: ОЭСР

При этом девальвация, оказывая некоторые позитивные эффекты при определенных условиях, сама по себе не гарантирует перехода к устойчивому росту. Спад обрабатывающей промышленности РФ в январе-августе 2015 года показывает, что девальвация пока не оказывает существенного позитивного эффекта на обрабатывающий сектор (в т.ч. через повышение конкурентоспособности его продукции). В то же время, вероятно, сказываются её негативные эффекты, такие как рост стоимости импортных компонентов и снижение потребительского спроса на готовые товары [Рис. 3].

Доля топливно-энергетических товаров в экспорте РФ составила 66% в 2014 году. С учетом низкой ценовой эластичности спроса на продукцию ТЭК, нынешней неблагоприятной конъюнктуры мировых рынков и объективных «транспортных ограничений» в сфере ТЭКа не следует ожидать, что девальвация существенно расширит экспортные возможности для экономики РФ. В тех же странах, где наблюдались периоды успешного использования преимуществ слабой валюты (например, в Японии и других случаях возникновения так называемого «экономического чуда»), в структуре экспорта не было доминирования про-

дукции ТЭКа (там, как правило, преобладала продукция обрабатывающей промышленности), и поэтому девальвация, наоборот, ощутимо стимулировала экспортные возможности.

К тому же, миф о благотворном воздействии девальвации не учитывает геоэкономические аспекты валютной политики. В частности, с середины 1990-х годов такие страны, как Дания, Япония, Швеция, Швейцария, в значительной мере Великобритания, поддерживали свою валюту к доллару переоцененной. Причем, для большинства из них это была целенаправленная стратегия (в т.ч. с точки зрения геоэкономических интересов неприсоединения к зоне евро и поддержания собственной сильной валюты). Аналогично поддержание доверия к рублю в рамках ЕАЭС и перспективы расширения его использования в международных расчетах (в чем заинтересована Россия) требуют, скорее, сильного, нежели слабого рубля.

Миф об универсальном и чудодейственном эффекте девальвации: некоторые источники его возникновения

Несмотря на опасность прямолинейных подходов, миф о чудодейственном универсальном эффекте девальвации

широко распространен в России и за рубежом. Исторически этот миф связан в т.ч. с феноменом «экономического чуда», наблюдавшегося в Японии, Греции, Италии, Франции, Германии, Южной Кореи, КНР и т.д. Действительно, в этих странах нередко отмечались высокие темпы роста при сравнительно слабой валюте. В то же время не следует преувеличивать значение этого зарубежного опыта с точки зрения его возможного использования в России.

Так, один из наиболее ярких примеров успешного использования заниженного курса национальной валюты, это экономический рост в Японии 60-х годов. Однако иена в тот период не была полностью конвертируемой валютой: лишь много позднее этого периода ускоренного экономического роста (более 30 лет (!) спустя) в Японии произошли валютная либерализация и либерализация движения капиталов. В России же уже в 1996 году имело место присоединение к VIII статье Устава МВФ, которое обязывало Россию перейти на единый валютный курс рубля, причем как по текущим, так и по капитальным операциям (инвестиции и т.д.). Это не позволяет использовать в полной мере в России японский опыт в области валютной политики.

Другой часто используемый пример – это КНР. Хотя в этой стране в отдельные периоды прослеживается позитивная связь между экономическим ростом и сравнительно недооцененным юанем, было бы неправомерным делать выводы о необходимости и возможности использования в полном объеме в России китайского опыта в данной сфере. Юань, в отличие от рубля, не является полностью конвертируемой валютой. В Китае конвертируемость по торговым и туристическим операциям сочетается с рестрикциями по движению капитала. Эти ограничения касаются как притока, так и оттока капитала.

В целом прямолинейный миф о чудодейственном эффекте девальвации не учитывает ряд важнейших политических, исторических, экономических и иных аспектов. Так, если обратиться к опыту Греции, Испании, Италии, Франции, Германии и Японии, то высокие темпы экономического роста при слабой валюте в этих странах отмеча-

лись, в первую очередь, в послевоенные десятилетия. Указанные примеры имели место нередко в условиях искаженных или деформированных политико-экономических систем. Речь, в том числе, идет о квази-плановых системах, диктатурах, отсутствии полной конвертируемости, фиксированных курсах. Поэтому полученные результаты нельзя трактовать в качестве универсальных и приемлемых для широкого круга стран (включая Россию). Кроме того, имеются и примеры обратной зависимости. В России и Китае в 2000-е отмечались достаточно высокие темпы роста ВВП при усилении их национальных валют. Девальвация, напротив, способна сопровождаться неблагоприятной экономической динамикой (например, в Мексике в 80-ые годы или в России в 2014 - 2015 годах).

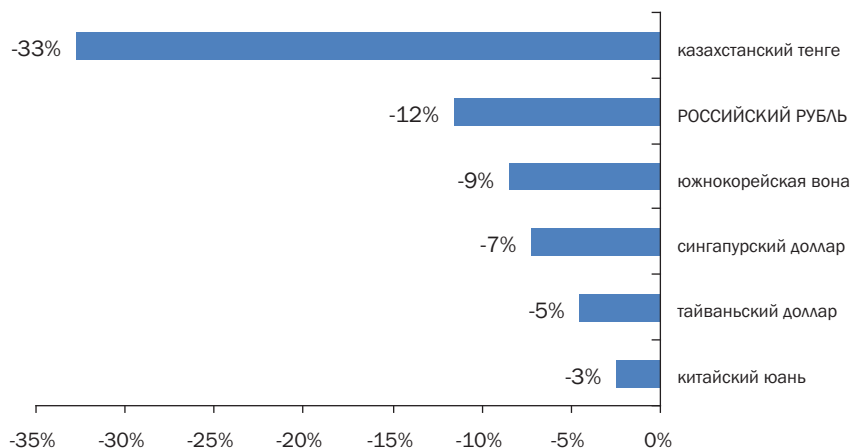
Хотя с учетом ряда примеров стран с устойчиво быстрыми темпами роста (т.н. феномена «экономического чуда», наблюдавшегося в Японии и не-

которых других государствах), сравнительно низкий, т.е. дешевый курс национальной валюты нередко способствовал ускоренному экономическому росту, и у этих же стран наблюдались прямо обратные явления. Так, ревальвация в Японии в 1971 и 1973 гг. сопровождалась достаточно высокими темпами роста (во второй половине 70-х годов).

Кроме того, рядом стран (см. ниже) успешно использовались преимущества сравнительно **сильной** национальной валюты - стимулирование импорта передовых технологий, повышение реального спроса населения и предприятий, усиление международной конкурентоспособности национальных **инвесторов**.

Как показывают оценки международных организаций, валюты многих развитых стран переоценены относительно ППС, менее развитых стран – сильно недооценены. Среди ведущих государств и стран с развивающимися рынками еще в 2014 году Россия

[Рис. 5] Девальвация курса ряда валют к доллару за период 31.12.2014 по 28.09.2015 (%)



Источник: Bloomberg

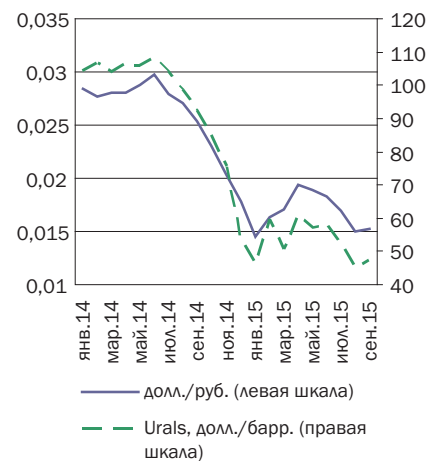
(при среднегодовом курсе 38 руб./\$) выделялась достаточно «слабой» национальной валютой относительно ППС, что более характерно для остальных стран [Рис. 4]. По подсчетам **ОЭСР**, в 2014 году курс по ППС составлял 19 руб./\$, т.е. при среднегодовом номинальном курсе (38 руб./\$) рубль к доллару США был примерно в 2 раза занижен относительно ППС. (4) Курс рубля, следовательно, еще в 2014 году уже был сильно занижен относительно ППС. Его дальнейший «обвал» в 2015 году привел к тому, что по параметру «отношение курс/ППС» Россия сегодня все больше отдалается не только от развитых, но и от многих стран с развивающимися рынками и выходит в число лидеров по уровню недооценки национальной валюты. При формировании экономической стратегии РФ в долгосрочном плане (и возможно – в более краткосрочной перспективе) следу-

ет учитывать, что путь в число более развитых стран предполагает в целом усиление национальной валюты относительно ППС.

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.

Изначально сильная недооценка рубля дала мощный импульс к превращению российской экономики в экспортноориентированную, делая экспорт сверхэффективным. Аналогично, такой перекоп заложил основу для долларизации российской экономики, делая покупки рублей и рублевых активов сверхэффективными для держателей долларов.

[Рис. 6] Помесячная динамика цены нефти «Юралс» и курса \$/руб. в 2014 - 2015 годах (данные на конец периода, за сентябрь – на 28.09.2015)



Источник: Росстат, neftrtrans.ru

Примеч.: поэтому неправильно 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.

Сноски:

- (1) «Ведомости», 06.09.2015
- (2) Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе РФ. 16.06.2015 г.
- (3) IMF. Global Financial Stability Report. April 2015. P. Ix
- (4) <https://data.oecd.org/conversion/purchasing-power-parities-ppp.htm#indicator-chart>
- (5) «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 г. и период 2017 и 2018 гг.» (проект от 11.09.2015), ЦБ РФ, 2015 г., с. 34
- (6) «Доклад о денежно-кредитной политике», ЦБ РФ, 2015, №3, с.18
- (7) Всемирный банк. Доклад об экономике России, ноябрь 2005, №11.с.6

Заниженный курс рубля относительно ППС в определенной мере диктуется сегодня объективными факторами (в том числе, сравнительно низкими ценами на нефть, «валютными войнами» и т.д.). Однако, как показали расчеты ОЭСР по ППС (см. выше) еще в 2014 году курс рубля уже был крайне занижен относительно ППС (в 2 раза!), что делало не столь очевидной потребность в его дальнейшей существенной девальвации. Тем не менее, в янв.-авг. 2015 года рубль продолжал оставаться одной из самых быстро обесценивающихся валют – в том числе, по сравнению с валютами Китая и ряда других стран, недавно осуществившими масштабные девальвации [Рис. 5]. Таким образом, нынешняя политика подрывает доверие (как в России, так и за рубежом) к российской национальной валюте.

По мнению ряда экспертов, с учетом высокой инфляции и иных негативных эффектов, нынешний курс рубля уже не просто заниженный, а

сверх-заниженный. Другими словами, сегодняшняя политика российского регулятора в определенной степени повторяет «шоковую терапию» 1990-х годов (тогда из-за многократного сжатия денежной массы произошел многолетний экономический спад).

Однако, с учетом существенной связи между курсом рубля и ценами на нефть [Рис. 6], нельзя исключать, что в будущем повышение цен на нефть может способствовать укреплению рубля. В частности, оптимистический сценарий Банка России «предполагает постепенный рост среднегодового уровня цены на нефть марки «Юралс» до 70-80 долларов за баррель в 2018 году»(5). По мнению регулятора, существуют и иные факторы, которые могут поддерживать рубль. Как отмечал Банк России в сентябре 2015 года, «определенную поддержку рублю продолжал оказывать ряд факторов, сдерживавших его ослабление. Так, спрос населения и организаций на иностранную валюту продолжал оставаться умеренным»(6).

Всемирный Банк (ВБ) ранее отмечал успешное развитие экономики РФ, в т.ч. быстрый рост внутреннего спроса и уверенный рост в отраслях, работающих на внутренний рынок. Экспертами ВБ при этом делался вывод 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 промышленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля». (7) Таким образом, регулятор должен использовать все доступные ему средства и механизмы для предотвращения дальнейшего падения курса рубля и не должен препятствовать его укреплению. Это важно как с точки зрения улучшения количественных макропараметров, так и создания условий для повышения качества экономического роста. 