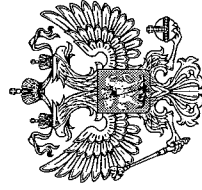


ТРУДЫ

ВОЛЬНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЩЕСТВА РОССИИ



ИЗДАЕТСЯ
с 1765 г.

250 лет

Вольному экономическому обществу России

ТРУДЫ

ВОЛЬНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЩЕСТВА РОССИИ

ЮБИЛЕЙНОЕ ИЗДАНИЕ

МОСКВА
2015

**ОБ ЭКОНОМИЧЕСКОМ РОСТЕ В УСЛОВИЯХ
ВАЛЮТНОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ И ДЕНЕЖНЫХ
ОГРАНИЧЕНИЙ**

**ABOUT ECONOMIC GROWTH IN CONDITIONS
OF CURRENCY INSTABILITY AND MONETARY
RESTRICTIONS**



М.В. ЕРШОВ

главный директор по финансовым исследованиям «Института энергетике и финансов», профессор Финансового университета при Правительстве РФ, член Межрегионального банковского совета при Совете Федерации, член комиссии по банковской деятельности РСПП, д.э.н.

M.V. ERSHOV

director of financial research «Institute for energy and finance», Professor of Financial University under the Government of the Russian Federation, member of the Banking Council within the framework of the Council of Federation, member of expert council in the Russian Industrial Union RSPF, Dr. Sc. Econ.

Аннотация

Приведены новые подходы валютной и денежно-кредитной политики, необходимые для прогрессивных изменений в структуре экономики. Рассмотрены особенности формирования валютного рынка с точки зрения волатильности курса, обесценения рубля, неустойчивости процентных ставок. Проанализированы

преимущества и недостатки слабого и сильного рубля с точки зрения развития российской экономики. Рассмотрен опыт формирования длинных денег в развитых странах.

Abstract

The article provides new approaches in foreign exchange and monetary policy in the environment of sanctions, restrictions of foreign funding as well as tight domestic monetary policy. The new challenges that emerge make the new mechanisms that will allow the Russian economy to grow against the backdrop of the new barriers become highly relevant. Characteristics of foreign exchange market formation in Russia in the environment of high ruble volatility, exchange rate depreciation, instability of interest rates are considered. Advantages and disadvantages of weak and strong ruble are reviewed in relation of Russian economic development. Experience of long term money creation in developed economies is analyzed.

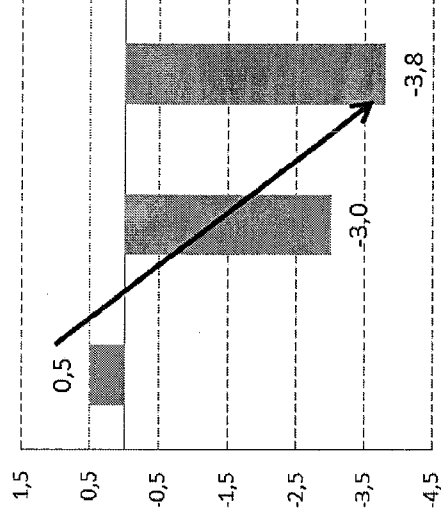
Ключевые слова: валютный курс, курсовая политика, денежно-кредитная политика, ЗВР, процентные ставки.

Key words: exchange rate, foreign exchange policy, monetary policy, international reserves, interest rates.

Прогноз МВФ по России (апр. 2015) ухудшил оценки динамики ВВП на 2015 г. более чем в 8 раз (по сравнению с аналогичным прогнозом, данным 6 месяцев назад, рис. 1). При этом ожидается, что **негативные темпы прироста российского ВВП** могут сохраниться в будущем.

Напомним, что именно в этот период произошло масштабное ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ РФ (резкое повышение ключевой ставки в декабре 2014 г.) на фоне снижения нефтяных цен и закрытых внешних финансовых рынков

Ситуация осложнилась возникшей курсовой нестабильностью, а также девальвацией курса рубля и неопределенностью на валютном рынке в целом.



окт. 2014 янв. 2015 апр. 15

Рис. 1. МВФ: прогноз динамики ВВП РФ в 2015 г. (%)

Источник: МВФ.

Отметим, что с введением режима свободного плавления рубля 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 (рис. 2). Это в свою очередь вызвало повышение неопределенности и привело к росту волатильности на российском валютном рынке (рис. 3).

При этом стабильность валютного курса – это то, что на законодательном уровне требуется от ЦБ РФ в Конституции России, где в ст. 75 п.2 говорится, что «защита и обеспечение устойчивости рубля – основная функция Центрального банка Российской Федерации».

По справедливим оценкам Президента России В.В. Путина, события на валютном рынке «не связаны с фундаментальными экономическими причинами и факторами» [1]. Курс рубля, рассчитанный на основе паритета покупательной силы (ППС), недооценен в несколько раз. Напомним, что указанный курс рассчитан с учетом большого числа компонентов товаров, услуг и др., включаемых в ВВП. Так, в частности, по оценкам ОЭСР, на

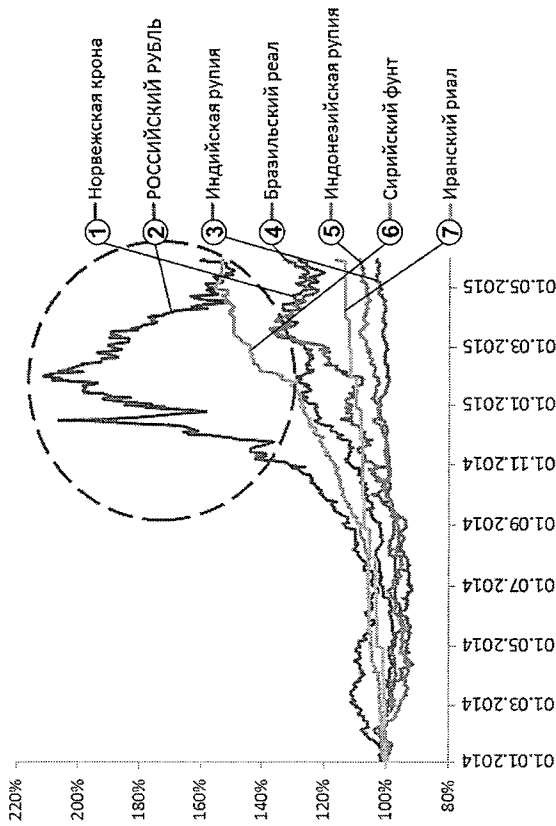


Рис. 2. Курсы валют ряда стран (01.01.2014 = 100)

Источник: Bloomberg.

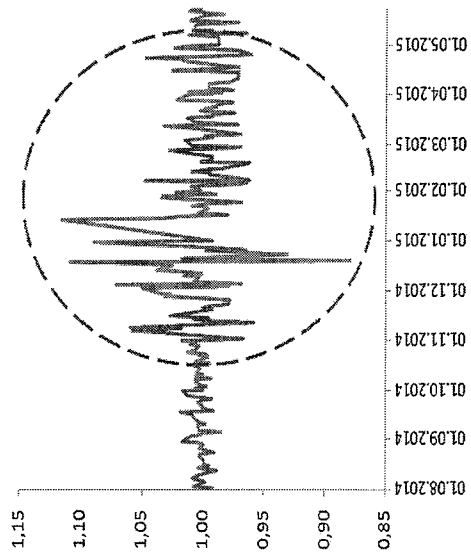


Рис. 3. Индекс номинального курса рубля к доллару США

(к предыдущему дню)

Источник: ЦБ РФ.

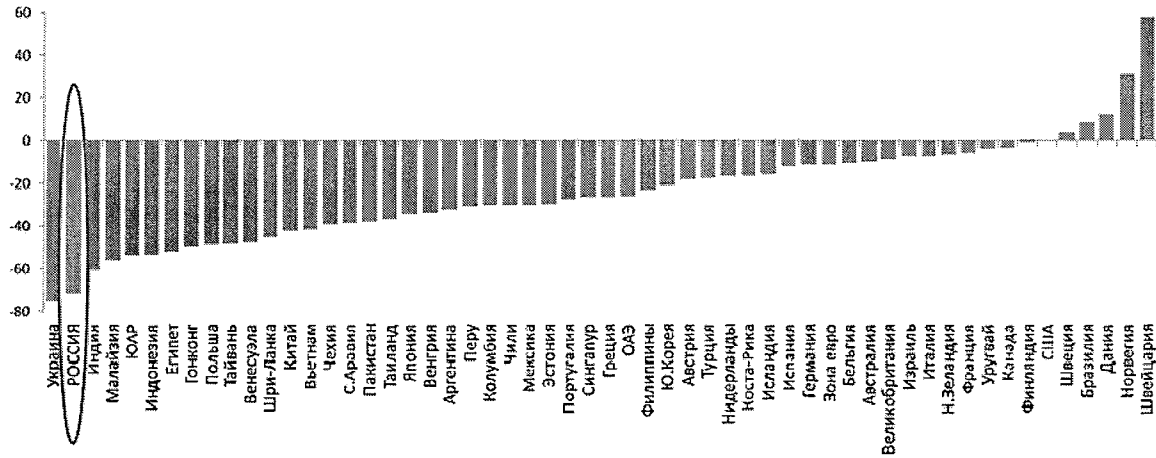


Рис. 4. Индекс Big Mac

Источник: <http://www.economist.com/>

декабрь 2014 г. курс рубль/доллар должен был составлять **19 рублей за один доллар**. Учитывая, что текущий рыночный курс в течение декабря составлял 50–68 руб./долл., это говорит о том, что номинальный курс был недооценен в среднем 3–3,5 раза относительно курса, рассчитанного на основе ППС. [Источник: <https://data.oecd.org/conversion/purchasing-parities-ppp.htm#indicator-chart>]

Аналогично, согласно индексу Big Mac (хотя отметим, это гораздо более «локальный» показатель, чем показатель ОЭСР), Россия занимает последнее место по недооценке своей валюты (уровень недооценки – около 70%) (рис. 4).

При этом ожидания и предпочтения рынка отнюдь не одинаковы. Так, согласно февральскому мониторингу, за укрепление рубля выступили 58% опрошенных промышленников, за дальнейшую девальвацию – всего 2% [2].

Действительно, ситуация на валютном рынке в

последний месяц несколько стабилизировалась, а сложившийся новый уровень курса 50–60 руб./долл. при этом 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?

Недооценка рубля, которая до сих пор отчасти сохраняется, была заложена еще в самом начале формирования валютного рынка в стране – в конце 80-х годов. Тогда рубль был существенно недооценен, а доверие к нему было очень низким, что обусловило долларизацию и положило основу для экспортной ориентации российской экономики. Все это создавало негативные условия для дальнейшего развития страны.

Об опыте формирования валютного курса в России

Еще в ходе формирования валютного рынка в конце 1980-х и начале 1990-х гг. установился такой курс рубля к доллару, который отражал ценовые соотношения лишь узкой группы престижных тогда товаров потребительского импорта. Тогда как по соотношениям цены промышленных активов, жилья и других важных компонентов ВВП имело место прямо обратная картина, показывающая, что рубль по этим соотношениям должен 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 доллар, 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. Проезд в метро стоил 5 коп., а в Нью-Йорке – около 1 доллара, хлеб у нас стоил около 20 коп., а в США – 1–2 доллара. 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! меньше, чем цены за аналогичное жилье в западных странах. Следует также учитывать

ту долю, которую играет соответствующий товар в расходах (например, коммунальные платежи делаются ежемесячно и достигают в случае с западными экономикami не менее 20–30% от ежемесячных расходов).

Также стоимость промышленных активов в свою очередь была в России многократно дешевле относительно аналогичных активов в сравниваемых странах.

Примеч. По некоторым оценкам иностранных инвесторов, Газпром в 1999 г. стоил почти в 700 раз меньше (по сопоставимым критериям оценок), чем такие компании, как, например, Exxon [3].

Укажем, однако, 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 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.

Примеч. Поэтому некорректно сравнивать динамику рубля, доллара и инфляции в соответствующих экономиках лишь за отдельные периоды без учета стартового уровня курса между этими валютами. Многократная недооценка рубля на начальном этапе, очевидно, создала возможность для его ускоренного удорожания, опережая инфляцию.

Очевидно также и то, что наиболее «конкурентным» товаром в таких условиях становилась продукция ТЭК, которая в целом отечесла требованям 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.

Сформированный таким образом валютный курс был затем положен в основу при установлении официального курса рубля. Последовавшее вскоре 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. Запомним при этом, что, например, в случае Японии валютная либерализация и либерализация движения капиталов произошли более 30 лет (!) спустя либерализации текущих операций середины 1960-х гг.

Новое обесценение рубля порождает старые проблемы

Сейчас, отметим, мы фактически вернулись к тем же уровням недооценки рубля, который наблюдался в период кризиса 1998 г. (табл. 1).

Таблица 1
Уровень недооценки рубля к доллару США (в разах)*

Год	1990	1991	1992	1995	1998	2004	2007	2010	2014 (сент.)	2014 (18 дек.)
Отношение курс/ППС	38,2	50,2	13,0	1,8	2,9	2,5	1,8	1,7	1,7	2,8

* С учетом корзины ВВП (по показателям внутреннего использования).

Рассчитано по: материалам ММВБ, Госкомстата и ИМЭМО за соответствующие периоды.

При этом замечена устойчивая закономерность: при удорожании рубля и населения 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. 5). Такая же закономерность отчетливо отражалась и в 2008–2009 гг. Поэтому удорожание рубля лучше любых указов и запретов работало в пользу дедолларизации экономики и повышении роли российской валюты.

В прошлом устойчивая тенденция укрепления рубля привела и к улучшению качества экономического роста: к постепенной переориентации экономики с добывающих на перерабатывающие отрасли, а также с факторов внешнего спроса на внутренний спрос. Это подтверждало позитивное структурное воздействие крепкого валютного курса на экономику. Об этом же неоднократно говорил Всемирный банк.

Еще в 2005 г. по оценкам Всемирного банка отмечался быстрый рост внутреннего спроса и уверенный рост в отраслях, работающих на внутренний рынок. В результате делался вывод о том, что «наблюдаемые изменения в структуре промышленности и роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля» [4].

Таким образом, можно говорить о намечавшейся тогда тенденции к улучшению качества роста и постепенной перестройке «двигателей роста», во-первых, с добывающей сферы на перерабатывающие отрасли и, во-вторых, с факторов внешнего спроса на внутренний спрос. Уже после кризиса – в 2010 г. – Всемирный банк вновь сделал вывод о том, что двигателями экономического роста в России «являются обрабатывающие отрасли и внутренний спрос» [5].

А как только рубль стал устойчиво дешевле (как это имело место во второй половине 2014 г.), то сразу же ухудшилось качество роста: в обрабатывающих отраслях темпы роста стали замедляться, а в добывающих – повышаться (рис. 6).

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

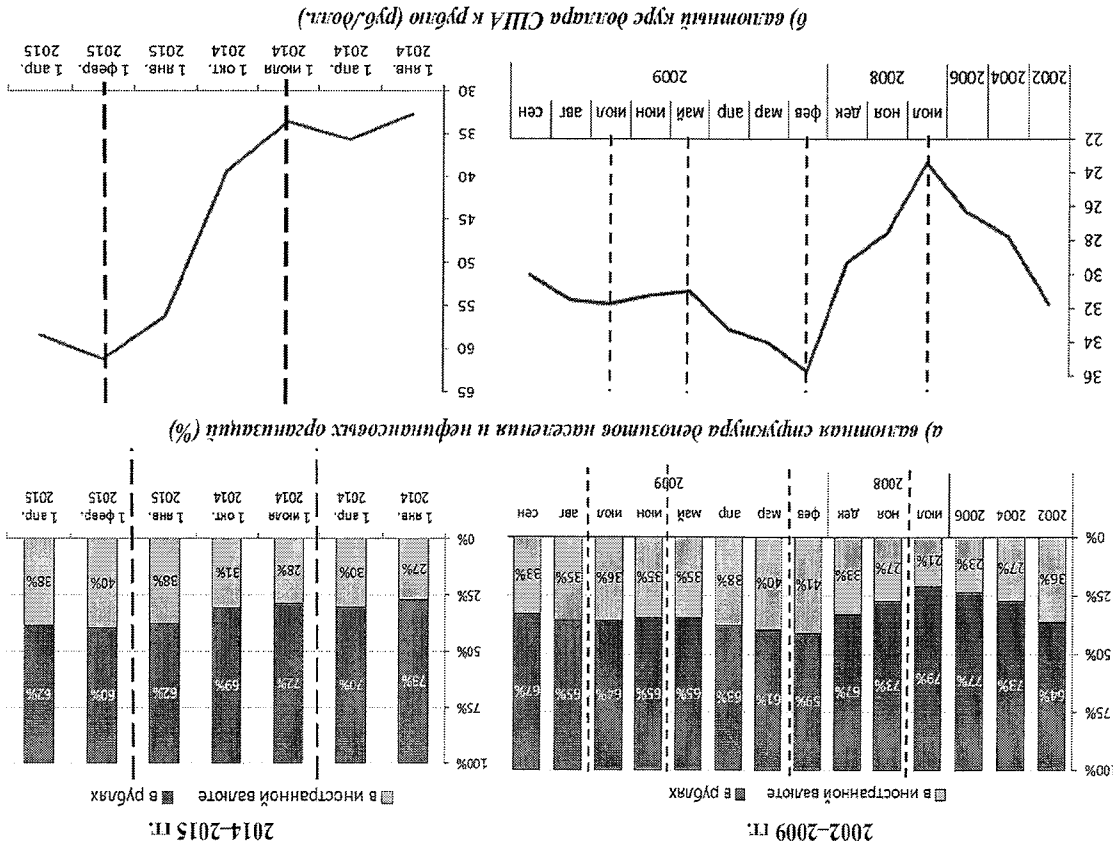


Рис. 5. Структура депозитов и валютный курс рубля в 2002–2009 гг. и в 2014–2015 гг.

Источник: ЦБ РФ; рассчитано по данным ЦБ РФ.

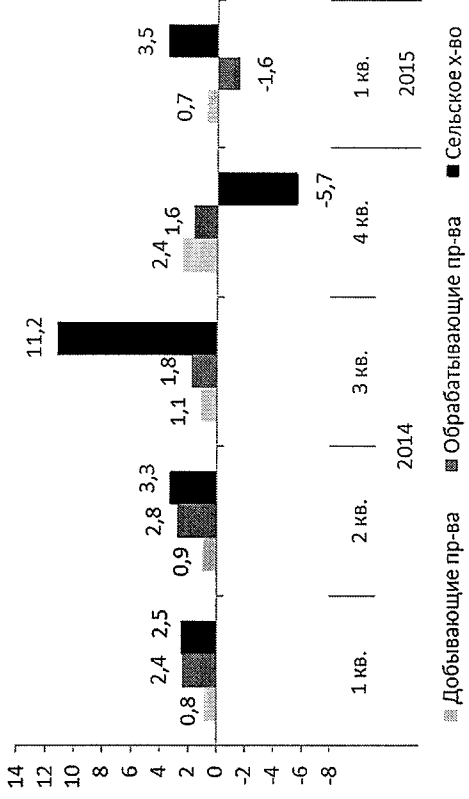


Рис. 6. Темпы прироста в промышленности и с/х

Источник: Росстат.

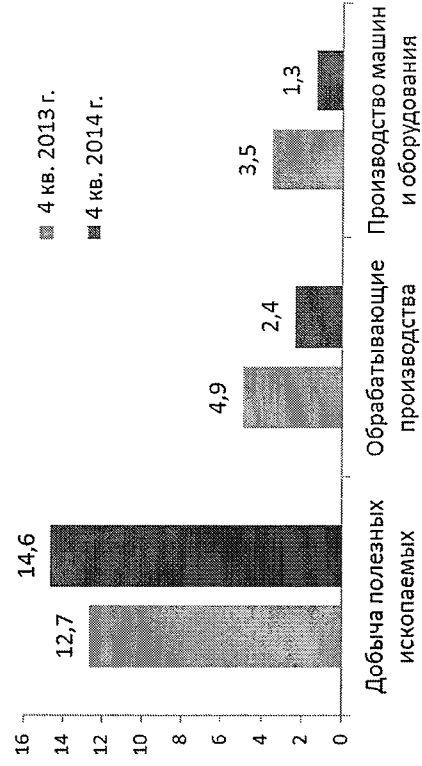


Рис. 7. Рентабельность активов (%) (к соответ. периоду предыдущего года, %)

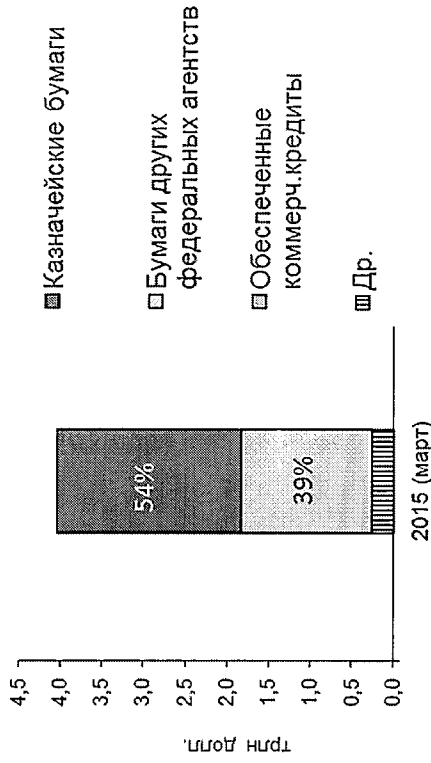
Источник: ЕМИСС.

Длинные деньги

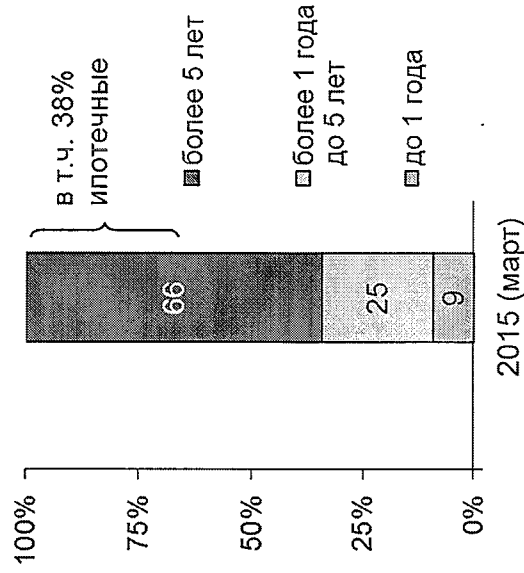
Очевидно, что оказание поддержки реальному сектору возможно при условии наличия «длинных» ресурсов в экономике. Укажем, что в наиболее зрелых финансовых системах мира именно бюджетные инструменты занимают важное место в формировании всей денежной базы, и особенно ее «длинного» компонента. На рис. 8 и 9 показаны основные каналы формирования ресурсной базы доллара США и японской иены, которые используются соответственно Федеральной резервной системой (ФРС) США и Банком Японии. Денежная база, которая приводится на рисунках, является показателем, фактически отражающим величину всей эмиссии американских долларов и японских иен, которые в настоящее время имеют хождение в мире. Как можно видеть, около 90% всех долларов, имеющихся в настоящее время в мире, в момент своего первоначального появления были эмитированы в результате финансирования различных бюджетных программ. А уже потом эти ресурсы попадают на вторичный рынок и, мультиплицируясь, превращаются в соответствующие агрегаты денежной массы. Большую роль имеют бюджетные приоритеты и при формировании денежной базы японской иены.

При этом подобные подходы носят достаточно устойчивый характер из года в год, претерпевая лишь незначительные изменения (являющиеся скорее следствием денежно-кредитной «подстройки»). И даже в годы бюджетных профицитов (как это было, например, в конце 1990-х гг. в США), которые должны были бы по идее уменьшить роль «бюджетного фактора», структура портфелей менялась несущественно, поскольку сжатие или перебриска ресурсов на другие цели могла бы существенно нарушить характер экономического развития, что было нежелательно.

Отметим, что в течение последних лет (и до кризиса, и после) эмиссия осуществлялась под «длинными» инструментами (на которые приходилось не менее 50–80% всей денежной базы). Это позволяло формировать более устойчивую долгосрочную основу финансовых ресурсов в экономике.



А) по инструментам (трлн долл., %)



Б) по срокам (%)
 Денежная база доллара США
 Источник: ФРС США.

В этой связи важен еще целый ряд обстоятельств. Во-первых, купленные центральным банком бумаги обычно не участвуют в обратной операции, предполагающей продажу бумаг на рынке и стерилизацию эмитированных денег. Приобретенные госбумаги, как правило, размещаются на балансе центрального банка до срока их истечения (т.е. на все 10–15, 20 лет). Другими словами, экономика получает «длинные» и целевые инвестиционные ресурсы. Более того, когда срок бумаг заканчивается, часто происходит новая эмиссия и покупка новых бумаг, что делает процесс поддержания «длинных» ресурсов в экономике при необходимости практически бессрочным.

Во-вторых, участие центрального банка в указанных механизмах позволяет осуществлять финансирование бюджетных задач, не сокращая ликвидность финансового рынка в целом. Если бы госбумаги просто размещались на вторичном рынке, то они – при интересе к ним со стороны его участников – покупались бы частными компаниями и банками, и тогда инвестированные ими в этом случае средства ушли бы на финансирование указанных программ. На иные цели текущей коммерческой деятельности (кредитование и т.д.) средства уже потрачены быть бы не могли. Данное явление получило в экономической науке название эффекта «вытеснения» – crowding out.

В результате преобладающей становится картина, при которой монетарные власти (центральный банк – минфин) формируют мощный пласт целевых «длинных» денег в соответствии с приоритетами экономической политики (ипотека, малый бизнес, региональные программы и т.д.).

Дополняясь иными источниками «длинных» денег (пенсионных, страховых и т.д.), в итоге формируется мощная финансовая среда, которая существенно расширяет возможности для инвестиций.

Учитывая, что проблема «длинных» денег для российской экономики давно является крайне актуальной, зададимся несколькими вопросами. Единственной ли возможностью привлечения объемных и доступных по цене «длинных» денег (необходимых для решения долгосрочных задач, стоящих перед российской экономикой) являются международные рынки, где финансовые ресурсы действительно больше по объему, дешевле и «длинные»

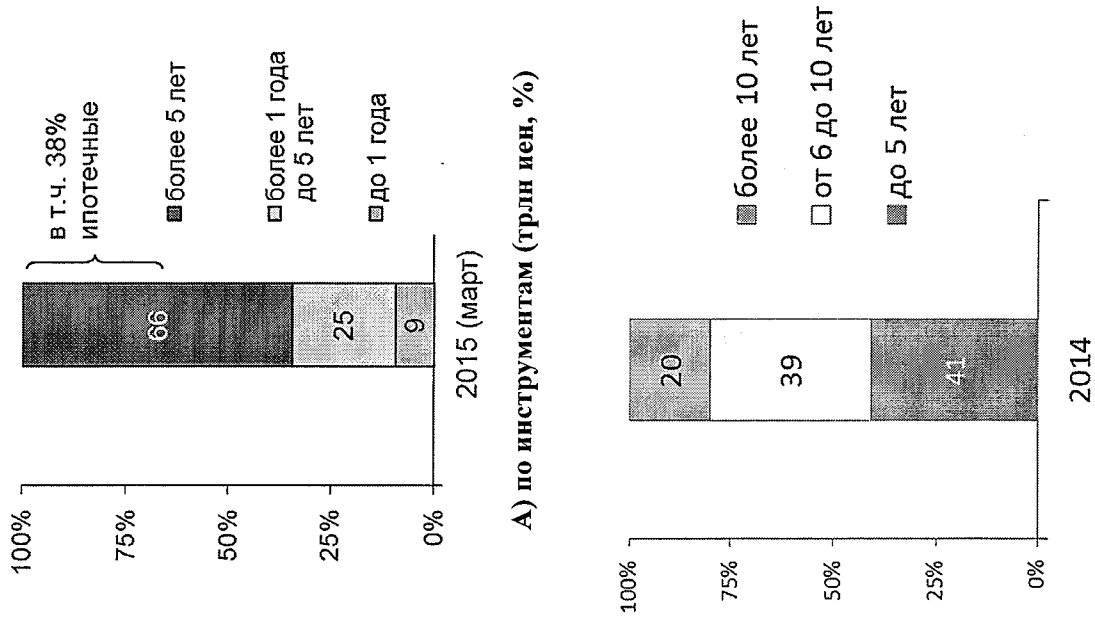


Рис. 9. Денежная база японской иены
Источник: Банк Японии.

нее» и где, заметим, такие деньги формируются на основе приведенных выше механизмов. Укажем также, что привлечение таких ресурсов означает и рост внешней задолженности. Или, напротив, есть возможность начать самим использовать механизмы с участием национальных монетарных властей по аналогии с подходами, которые в течение многих лет практикуются самыми мощными и зрелыми финансовыми системами мира?

Хотелось бы при обсуждении этого вопроса услышать подобный технический (но никак не абстрактно-эмоциональный – с аргументами, наподобие тех, что, дескать, «у нас не получится») анализ реальных возможностей этого процесса, наличие рисков (а их, естественно, будет немало), путей их минимизации.

Нарушения и сбои, конечно, будут, но является ли это основанием утверждать, что механизмы в целом неработоспособны? Сбои (и часто серьезные) бывают во всех странах, но для их предотвращения есть соответствующие надзорные и контрольные органы, которые ведут работу по их недопущению. По аналогии с дорожным движением: те, кому нужно, могут правила нарушать, но означает ли это, что из-за таких нарушителей сами правила должны быть отменены, а дорожное движение прекращено? Ответ очевиден.

Кому выгодно обесценение рубля?

Сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте. Также в обесценении рубля заинтересован и бюджет. В наших условиях, однако, недооценка рубля сама по себе фактически не приводит к увеличению экспортной валютной выручки. Возможность 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 валют-

ной 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. Под обеспечение кредитов в итоге требуется залог большего количества акций, т. е. возникает проблема т. н. margin calls.

В целом более дорогой рубль повышает 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.

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.

Примеч.: В ведущих странах вопросы доступа иностранного капитала на внутренний рынок находятся под тщательным контролем регуляторов. Так, в состав Комитета по иностранным инвестициям в США, который регулирует поток инвестиций в страну, наряду с четырьмя экономическими министрами также входят министр обороны, министр национальной безопасности, генеральный прокурор, директор национальной разведки, государственный секретарь. Это говорит о том, что в условиях новых рисков данная проблема имеет 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.

По оценкам одного из известных международных инвесторов Дж. Роджерса, в настоящее время Россия – это один из самых привлекательных рынков с точки зрения инвестиций [6].

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 в т.ч. соотношения рыночной капитализации акций, Россия по-прежнему фундаментально отстает от рынков многих других стран (рис. 10).

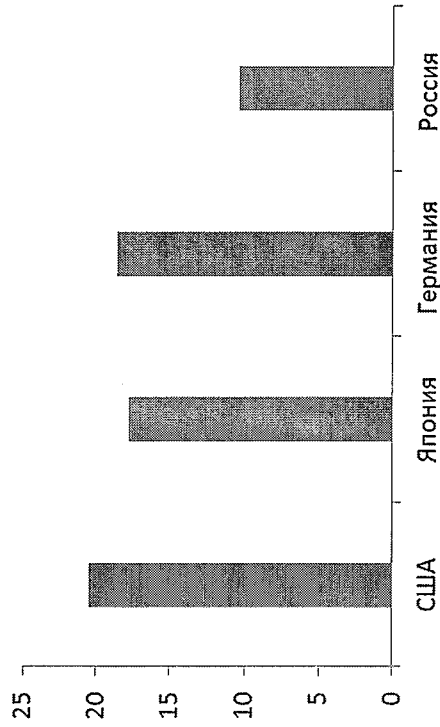


Рис. 10. Price/Earning Ratio (2014, март 2015)

Источники: IMF, WEO, Apr 2015. Bloomberg.

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 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 адекватно конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно подключение рычагов торговой политики, которые обеспечат защиту соответствующих производителей (по-скольку, 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.

Взгляд на российскую особенность

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 (рубле-

вая 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 трудовых затрат, и каков, в свою очередь, будет объем спроса у других стран к нашей экономике по итогам их аналогичных трудовых затрат 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 трудовых затрат и минимальные удовольствия («кино и морозное»). Подчеркнем, что чем более необоснованным будет удешевление рубля, тем более неэквивалентным будет наш обмен с внешним миром и тем в большей степени это будет походить на те принципы, которые использовались в прошлом в отношениях между страной-метрополией и развивающимися территориями.

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 необходимы новые подходы валютной и денежно-кредитной политики, которые способствовали бы развитию отраслей с высокой переработкой и внутреннего рынка.

В целях решения стоящих проблем заслуживают внимания следующие подходы:

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 также помнить, что рублевое пространство – это то, что формируется и управляется национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами, и от того, насколько «весома» 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 регуляторы располагают. Так, размер золотовалютных резервов в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза (рис. 11).

Другими словами, все рубли в экономике теоретически 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.

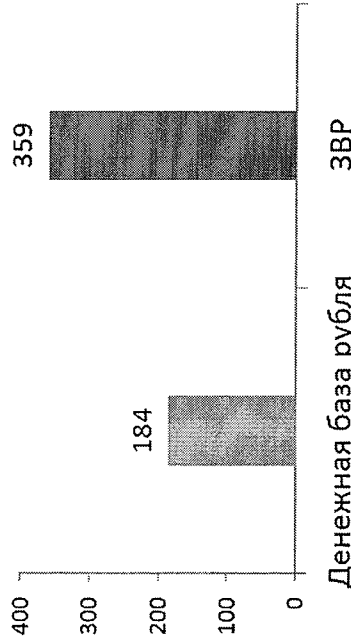


Рис. 11. Денежная база рубля и ЗБР России (01.04.2015, млрд долл.)

Источник: ЦБ РФ.

Примеч.: По этому критерию рубль находится в категории обеспеченных валют (о чем необходимо напоминать рынку). Более того, западные эксперты также указывают на это обстоятельство, говоря, что «Россия — страна с валютной, обеспеченной золотом», и лишь вопрос времени, когда она это преимущество реализует [7].

1. 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 использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

2. Необходимо внести изменения в нормативы, регулирующие деятельность кредитных организаций, 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.

3. Для недопущения расшатывания валютного рынка следует рассмотреть возможность использования успешно применявшейся ранее (в конце 1998 г.) нулевой валютной позиции по конвер-

сионным операциям. Эта мера ограничит спекулятивную активность, не препятствуя выполнению иных обязательств (погашение долгов и др.).

4. 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).

5. Важно учитывать геополитический аспект указанного вклада. Вследствие расчетов в рублях для самих экспортеров уменьшатся экстерриториальные риски, связанные с возможностью применения санкций к их финансовым ресурсам (замораживание средств, мораторий по платежам и т.д.), как это может быть в случае хранения средств в иностранных банках. В нынешних условиях геополитических обострений указанное соображение более чем актуально.

6. В результате расчетов в рублях российские экспортеры будут в большей степени заинтересованы в укреплении рубля, поскольку им выгоднее будет 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.

7. 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 полученных рублей в валюту. Эти меры должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными.

Реализация указанных подходов становится крайне актуальной особенно в настоящее время, когда перед российской экономикой возникли новые вызовы и ограничения. В сложившихся экономических условиях, очевидно, необходимо формирование новых механизмов, обеспечивающих устойчивый и долгосрочный рост российской экономики.

Библиографический список

1. РБК. Путин предсказал прекращение «спекулятивных» прыжков курса рубля. Электронный ресурс – режим доступа: <http://www.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>
2. РБК. Сильный рубль, низкие налоги: чего хотят промышленники от государства. 27.03.2015.
3. International Fund Investment. 1999. № 4. P. 17.
4. Всемирный банк. Доклад об экономике России, ноябрь 2005. № 11, с. 6.
5. WB, № 23 ноябрь 2010, с. 5.
6. RBC-Daily, 07.04.2015.
7. www.washingtontimes.com, 30.04.2015
8. <http://www.ershovm.ru>

Bibliographical list

1. RBC. Putin predskazal prekrashhenie «spekuljativnyh» прыzkov kursa rublja. Jelektronnyj resurs – rezhim dostupa: <http://www.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>
2. RBC. Sil'nyj rubl', nizkie nalogi: chego hotjat promyshlenniki ot gosudarstva. 27.03.2015.
3. International Fund Investment. 1999. № 4. P. 17.
4. Vsemirnyj bank. Doklad ob jekonomike Rossii, nojabr' 2005. № 11, s. 6.
5. WB, № 23 nojabr' 2010, s. 5.
6. RBC-Daily, 07.04.2015.
7. www.washingtontimes.com, 30.04.2015
8. <http://www.ershovm.ru>