

О валютной стабильности, об уровне валютного курса и его роли в стимулировании экономического роста: основные положения

М. В. Ершов

1. Курсовая политика должна способствовать увеличению доверия к национальной валюте.
2. 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.
3. В гео-экономическом плане следует также помнить, что рублевое пространство - это то, что формируется и управляется национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами, и от того, насколько "весомая" 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.
4. Следует увеличить роль внутренних источников финансовых ресурсов необходимых для экономического роста по сравнению с внешним финансированием.
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 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.
6. 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.
7. Для недопущения расшатывания валютного рынка следует 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. 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) почти в 2 раза. 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.
 9. Отмечающийся в настоящее время устойчивый прирост положительного сальдо торгового и платежного балансов (даже в условиях санкций и снижения цен на нефть) и соответствующий дополнительный приток валюты в экономику РФ лишь усиливает указанные возможности. Такое понимание необходимо довести до большинства участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора и содействовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.
 10. С учетом задач по улучшению качества роста, поддержанию его темпов и диверсификации рынка необходимо рассмотреть вопрос о расширении функций ЦБ, приближая их к задачам реальной экономики (экономического роста).
 11. Сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте. Если же в качестве основных источников роста рассматриваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, то тогда речь должна идти о превращении рубля в полноценную национальную валюту – для сбережений и инвестиций.
 12. 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).
13. В результате расчетов в рублях за российский экспорт принципиально меняются предпочтения российских экспортеров: они 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.
 14. 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.
 15. В целом более дешевый рубль вообще означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны.
 16. Отмечавшаяся в середине 2000-х годов устойчивая тенденция укрепления рубля привела к улучшению **качества экономического роста** и к постепенной переориентации экономики с добывающих на перерабатывающие отрасли, а также с факторов внешнего спроса на внутренний спрос. Это подтверждает позитивное структурное воздействие крепкого валютного курса на экономику. (Об этом же неоднократно говорил Мировой Банк.)
 17. В связи со сказанным стабилизация курса на заведомо недооцененном уровне законсервирует указанные перекосы и делает целесообразным коррекцию курса, приближая его уровень к предкризисному диапазону (35-40 руб./долл.).

О валютной стабильности, об уровне валютного курса и его роли в стимулировании экономического роста

М. В. Ершов,

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

Конец 2014 г. был ознаменован введением режима свободного плавления, что способствовало резкому и масштабному обесценению рубля, повышению его волатильности, появлению вновь некоторых отрицательных «символов» из прошлого – долларизации, бегства от рубля. Все это развивалось в условиях сохраняющихся санкций против России и снижения цен на нефть, что лишь усилило давление на курс рубля.

Резкое повышение ключевой ставки в условиях режима плавающего валютного курса рубля сопровождалось усилением курсовой волатильности (рис. 1-2).

Рис. 1. Курс рубля к доллару (руб./долл.)

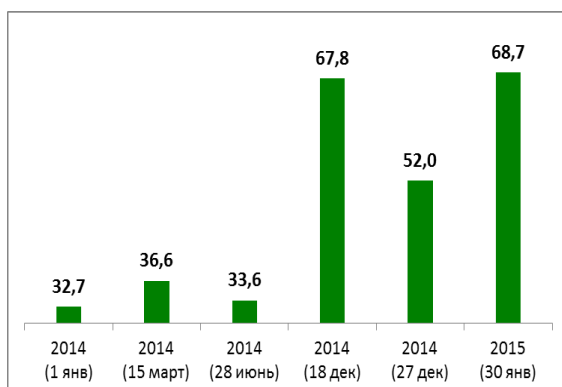
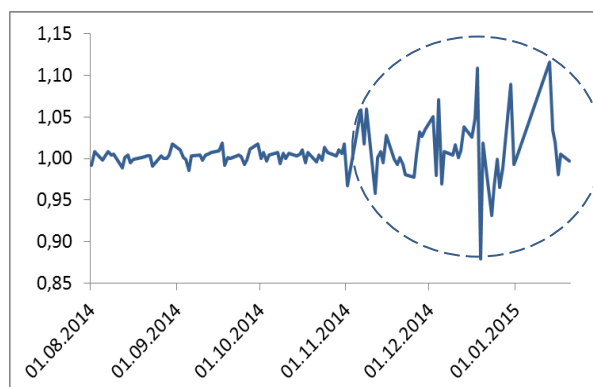


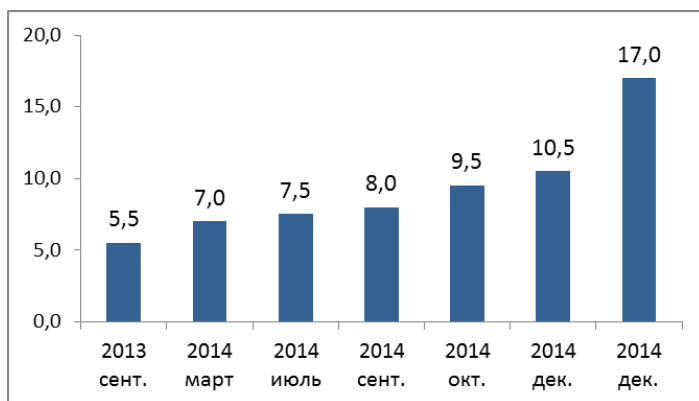
Рис. 2. Динамика индекса номинального курса рубля к доллару США



Источник: ЦБ РФ.

При этом, согласно объявленной политике «инфляционного таргетирования», предполагалось, что при свободном плавлении курса процентные ставки, напротив, будут находиться под более жестким контролем. Фактически же наблюдается и волатильность курса, и постоянный рост процентных ставок (рис. 3), который инициируется самим ЦБ РФ.

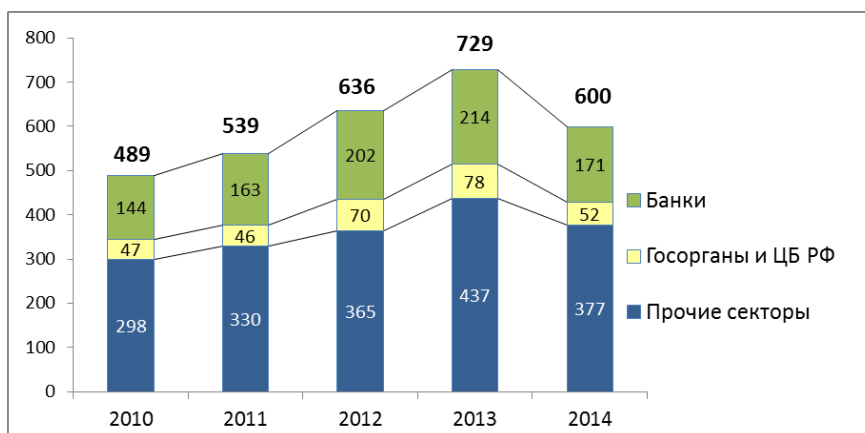
Рис. 3. Ключевая ставка ЦБ РФ (%)



Источник: ЦБ РФ.

Зависимость от внешнего фондирования, которая устойчиво отмечалась в предшествующие годы (рис. 4), лишь усилило давление на рубль особенно в условиях санкций.

Рис. 4. Внешний долг РФ (млрд. долл.)



Источник: ЦБ РФ.

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».

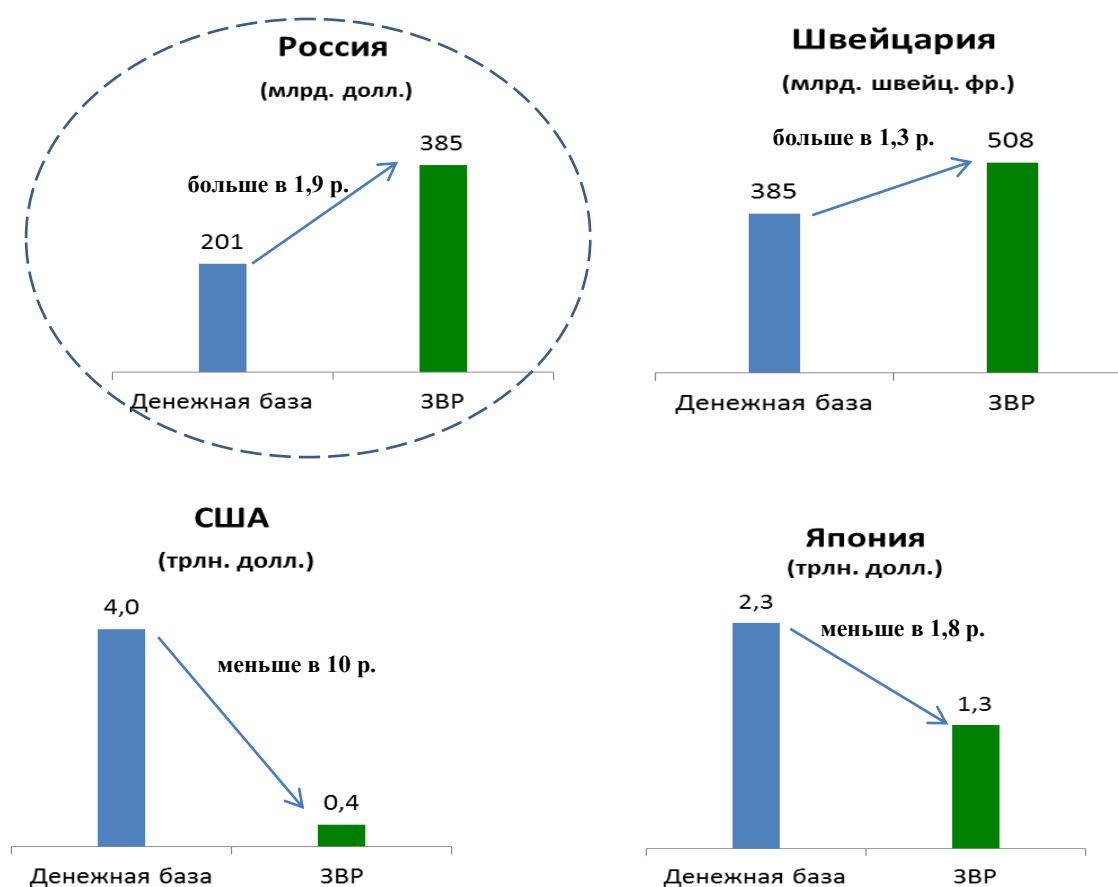
Курсовая неустойчивость подпитывается и противоречивыми прогнозами цен на нефть, а также сохраняющимся режимом санкций.

Валютной нестабильности и обесценению рубля способствуют также попытки расширить рублевое финансирование посредством предоставления рублевой ликвидности (в том числе через инструменты рефинансирования). Последнее нередко приводит к тому,

что получаемые компаниями рублевые кредиты направляются на валютный рынок, вызывая снижение курса рубля и сокращение валютных резервов.

В то же время ситуация выглядит в целом спекулятивной, нынешний курс рубля, очевидно, не соответствует его объективным экономическим показателям. Действительно, по критериям обеспеченности рубль – гораздо более обеспеченная валюта по сравнению с другими ведущими валютами (рис. 5). По мнению Президента России В.В. Путина, события на валютном рынке «не связаны с фундаментальными экономическими причинами и факторами»¹.

Рис. 5. Объем ЗВР и денежная база ряда стран



Источники: центральные банки соответствующих стран.

Еще до масштабного снижения курса рубля, по оценкам ОЭСР, рубль был **недооценен** на 30%, а сейчас, естественно, на еще бóльшую величину. Укажем, что фундаментальная недооценка рубля была заложена еще в самом начале формирования валютного рынка в стране – в начале 90х годов, создав тем самым основу для экспортной ориентации российской экономики.

¹ <http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>

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 имела место прямо обратная картина, показывающая, что рубль по этим соотношениям должен стоять 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. Метро стоило 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).

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

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 экспортоориентированную, делая экспорт сверхэффективным.

Очевидно также и то, что наиболее "конкурентным" 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 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 случае Японии валютная либерализация и либерализация движения капиталов произошли более 30 лет (!) спустя либерализации текущих операций середины 1960-х гг.

Очевидно, что сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте. Также в обесценении рубля заинтересован и бюджет. При этом, однако, 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. 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. В условиях сохраняющегося избытка глобальной ликвидности, которая по-прежнему ищет сферы своего применения после масштабной накачки западных экономик финансовыми ресурсами указанная проблема приобретает стратегический характер.

В целом более дешевый рубль означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны.

С другой стороны, 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.

Представляется, что российские регуляторы вполне располагают необходимыми инструментами для того, чтобы поставить ситуацию под контроль. Очевидно, что в

условиях санкций и нынешней курсовой волатильности актуальность решения данной основополагающей задачи еще больше возрастает.

Курсовая политика должна способствовать увеличению доверия к национальной валюте, чего нельзя достичь, если постоянно использовать ее как "допинг" для экспорта, обесценивая ее в целях стимулирования экспортеров. Участники рынка должны понять, что курсообразование опирается на реальные экономические процессы, а не на субъективные намерения поддержать какие-то отрасли за счет других, при этом ухудшая позиции национальной валюты и уменьшая к ней доверие. В случае, если курсовая политика будет реальной и взвешенной, системный эффект для экономики будет крайне важен – как с точки зрения превращения рубля в полномасштабный финансовый инструмент, так и в плане прогрессивных структурных сдвигов в экономике.

Ни население, ни бизнес не будут вкладывать свои средства в обесценивающийся актив. Прочный рубль, курс которого обоснован рынком - способствует росту доверия к национальной валюте, дедолларизации, и повышению эффективности инвестиций.

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.

Важно и использование рычагов валютного регулирования (таких как налог Тобина, «валютная позиция» и др.), чтобы формирующаяся финансовая стабильность не была подорвана спекулятивными операциями или колебаниями мировой конъюнктуры.

В целом, важное значение должны играть меры, стимулирующие развитие внутреннего финансового рынка и делающие операции на нем более привлекательными по сравнению с внешними инвестициями. Важную роль должны играть резервные требования, устанавливаемые балансовые нормативы, налоговые рычаги, которые будут трактовать внутренние рублевые операции как более предпочтительные по сравнению с внешними валютными ресурсами (привлечение которых в условиях нестабильности может быть связано с большим кругом геоэкономических и политических рисков).

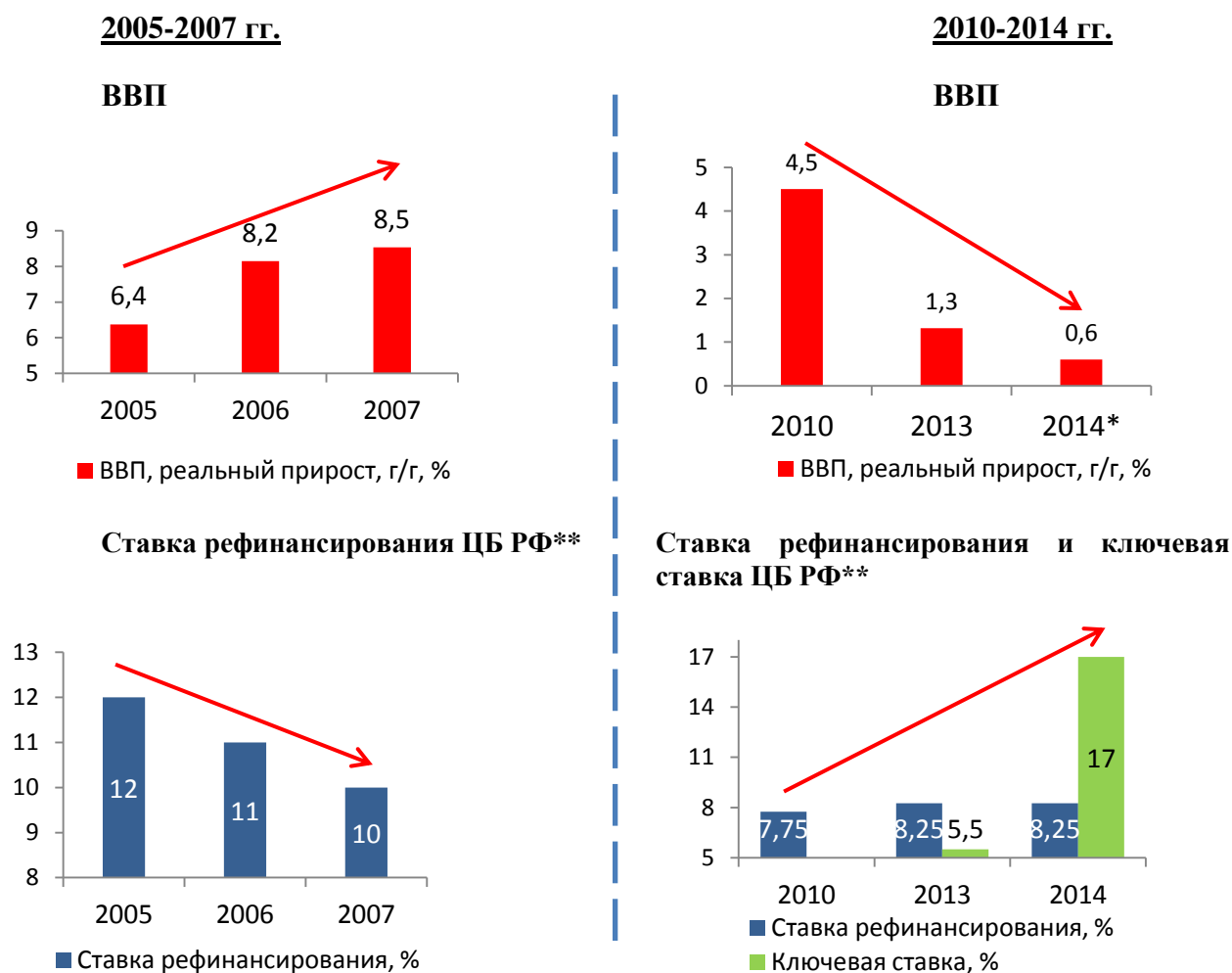
Необходимо устанавливать более льготные нормативы, регулирующие операции с рублями, – норм резервирования, достаточности капитала и др. В таких странах как Швейцарии и Япония при необходимости используются рычаги, создающие более привлекательные условия для национальной валюты по сравнению с иностранной. Должны использоваться налоговые стимулы, а также иные механизмы, предотвращающие

нецелевой переток средств, дестабилизирующий рынок (в том числе посредством использования спецсчетов, валютных позиций и иных рычагов).

Регуляторам следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми регуляторы располагают. Речь идет в частности о том, что размер золото-валютных резервов в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) почти в **2 раза!** (рис. 5). Другими словами, все рубли в экономике теоретически могут быть стерилизованы, а валютный курс рубля может быть установлен таким, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Это понимание необходимо довести до участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а содействовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.

Те меры, которые использует Банк России для стабилизации положения на валютном рынке – ограничение предоставления рублевой ликвидности в целом, а также повышение процентных ставок (повышение ключевой ставки до 17%) – будут, очевидно, иметь двоякий эффект воздействия на экономику. С одной стороны, они действительно сократят приток рублевой ликвидности на валютный рынок, способствуя его стабилизации. Но при этом указанные меры также ограничат доступность рублей для всех остальных видов рублевых операций (кредиты, депозиты и т.д.), а также сделают стоимость денег неприемлемо высокой – в настоящее время уже свыше 25%. Экономический рост в результате будет замедляться (естественно, при всей множественности факторов, влияющих на рост экономики) (рис. 6).

Рис. 6. Рост ВВП России и ставки ЦБ РФ



*оценка Росстата (январь 2015); ** на конец года.
Источники: Росстат, ЦБ РФ.

В этой связи:

1. Для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение стабильного реального курса рубля. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов, предоставляемых производственным предприятиям.
2. Необходим также широкий комплекс мер (регулятивных, информационно-разъяснительных и др.), направленных на повышение доверия к рублю.
3. Для стабилизации валютного рынка необходимо использовать рычаги «ограниченного» действия – именно на валютный рынок. Напомним в этой связи об успешно применявшихся ранее рычагах дестимулирования ухода в валюту, когда в 1998 г.

была введена, так называемая, "нулевая валютная позиция по конверсионным операциям"^{2,3}. При всей жесткости этой меры она позволила удержать рынок от дальнейшего падения, а затем – через несколько месяцев, когда ситуация стабилизировалась, эта мера была отменена. Поэтому, если давление на рынок будет высоким, то не исключена возможность использования похожих стабилизирующих мер и сейчас (но опять лишь на время).

4. Аналогично следует рассмотреть применявшуюся в других странах практику регулирования структуры вложений активов на рынке, регламентируя, в частности, размеры валютных вложений (напомним, в частности, так называемое правило «5-3-3-2» в Японии, которое задавало параметры инвестиционного портфеля).

5. 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).

6. 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.

7. 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.

8. 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.

² Указание ЦБ РФ №367-У от 23.09.98.

³ Эта мера существенно ограничивала нетранзакционный (отличный от обеспечения внешнеторговой деятельности клиентов, бесперебойной работы обменных пунктов и операций с банковскими картами) спрос банков на валюту. Фактически на конец операционного дня участники валютного рынка не могли иметь больше валюты, чем в начале дня (если речь шла о валюте, которая не была связана с обслуживанием внешнеторговых контрактов, а была приобретена чисто как страховой актив или для спекулятивных целей).

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.

Для стимулирования экспортеров к продаже валюты необходимо также внедрить упомянутый широкий комплекс мер (резервов, балансовых нормативов, налоговых рычагов), формирующих более выгодные условия хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте.

Чтобы минимизировать повышательное воздействие на курс рубля вследствие продажи валюты (и не усиливать тем самым проблем для экспортеров и бюджета), Центральному банку Российской Федерации следовало бы также рассмотреть возможность уменьшения участия Банка России в указанной операции при одновременном повышении роли Минфина. Последний может начать осуществлять выпуск целевых казначейских рублевых облигаций. На вырученные Минфином средства им будет затем покупаться валюта у экспортеров, которая может быть использована для целей адекватного валютного обеспечения экономических участников (для чего может быть создан специальный валютный фонд Минфина). При этом облигации должны покупаться за рубли, в первую очередь Центральным банком (за счет роста денежной базы, – т. е. эмиссии рублей), у Минфина, который сможет использовать эти рубли для прямой покупки валюты у экспортеров (без выхода на валютный рынок). Это позволит миновать валютный рынок, уменьшив тем самым повышательное давление на курс рубля.

Формирующиеся таким образом валютные средства у Минфина будут использоваться как дополнительный валютный источник для остальных участников экономики, восполняя сокращающиеся вследствие санкций внешние валютные источники.

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.