

# К вопросу о рациональном диапазоне курса рубля

Текст: **Ершов М.В.** (д.э.н.) – 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; **Фейгин В.И.** (к.ф.-м.н.) – президент Института энергетики и финансов

**Экономика России остро нуждается в прогнозных ориентирах по курсу рубля. Необходимо, чтобы диапазон колебаний курса носил предсказуемый характер. Однако в 2015 - 2016 годах в динамике курса рубля было много скачков – в диапазоне от 50 до 80 руб./долл.**

Международные сопоставления (всего было рассмотрено 42 страны) показывают, что рациональным является диапазон курса рубля к доллару США примерно от 50 до 60 руб./долл. (недооценка в 2-2,5 раза относительно ППС(1)).

По нашим оценкам, регулятору следовало бы не препятствовать некоторому укреплению рубля (до 50-60 руб./долл.). Это важно как с точки зрения улучшения количественных макропараметров, так и создания условий для повышения в перспективе качества экономического роста.

## Международные сравнения

Актуальность вопроса о переходе к более крепкому рублю подтверждается результатами недавно проведенных опросов. Согласно Банку России, для большей части из 263 опрошенных им промышленных предприятий оптимальным был бы валютный курс в диапазоне от 35 до 60 руб./долл. (рис.1 и 2). Согласно рисунку 1, за это выступают около 70% опрошенных. «Большинство респондентов высказали заинтересованность в крепком и устойчивом курсе национальной валюты, что

говорит об отсутствии преимуществ постоянного ослабления рубля для экономики. По мнению респондентов, крепкий рубль позволил бы провести модернизацию производства за счет приобретения импортного оборудования, снизить себестоимость продукции и повысить ее конкурентоспособность на внешних рынках», - подчеркивает ЦБ РФ(2).

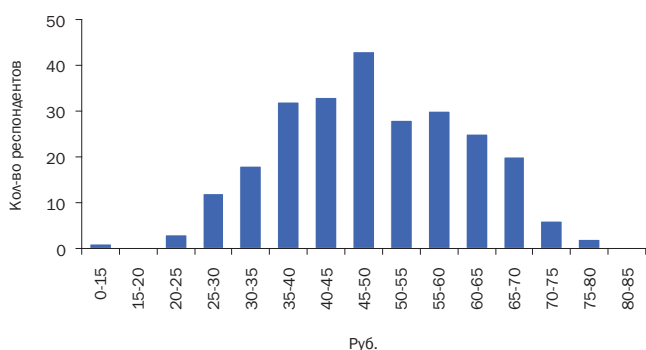
Действительно, нынешний курс рубля уже не просто заниженный, а сверх-заниженный. Как показали расчеты ОЭСР и Мирового Банка, в 2014

– 2015 годах курс рубля к доллару по ППС составлял около 23 руб./долл., т.е. курс рубля в первые месяцы 2016 года был в 3 – 3,5 раза занижен относительно ППС. Но и в целом за указанный период 2014-2015 годов степень недооценки была также высокой.

Существенное ослабление курса национальной валюты относительно ППС имеет ряд преимуществ для отдельных направлений экономики. В частности, слабая национальная валюта:

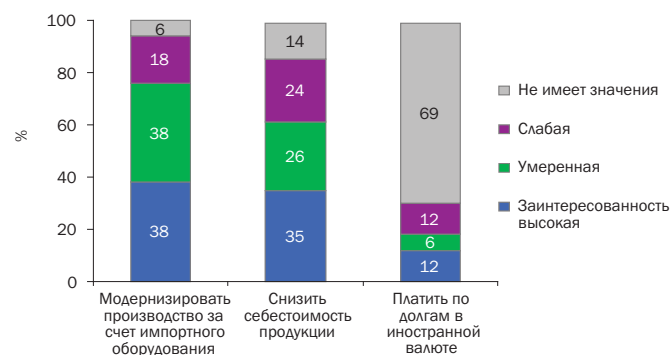
- стимулирует развитие экспортоориентированных отраслей экономики,

**[Рис. 1]** Оптимальный курс доллара США (263 предприятия, опрос ЦБ РФ)



Источник: ЦБ РФ

**[Рис. 2]** Распределение респондентов по степени заинтересованности в укреплении рубля по каждой из трех причин (опрос ЦБ РФ)



Источник: ЦБ РФ

## Сноски:

**(1)** Из всех инструментов, применяемых при рассмотрении указанной проблемы, паритет покупательной способности (ППС) является наиболее точным и всеобъемлющим. Именно поэтому его активно используют такие организации как ОЭСР и Мировой Банк.

**(2)** «О чем говорят тренды», ЦБ РФ, 2016, №6, с.46.

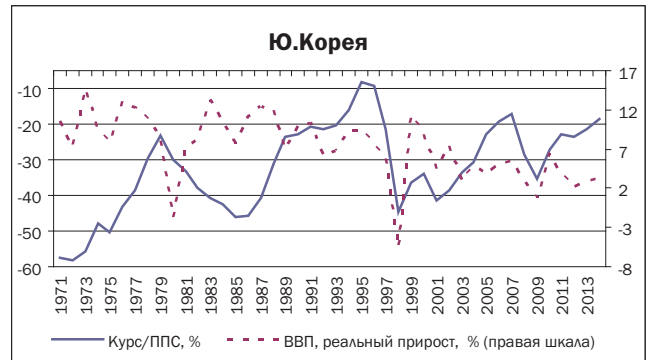
**(3)** Отрицательные значения (по левой шкале) показывают степень недооценки (в %) номинального курса относительно ППС, положительные – степень переоценки (в %).

**[Рис. 3]** Реальные темпы прироста ВВП и степень отклонения номинального валютного курса от курса по ППС к доллару США(3) в ряде стран

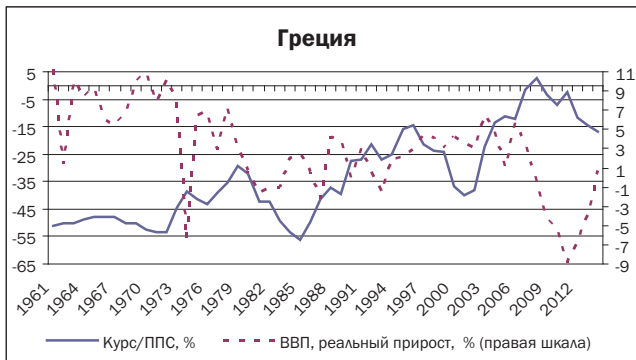
**3.1**



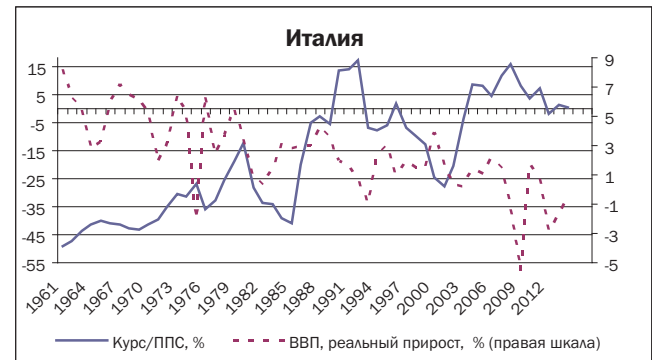
**3.2**



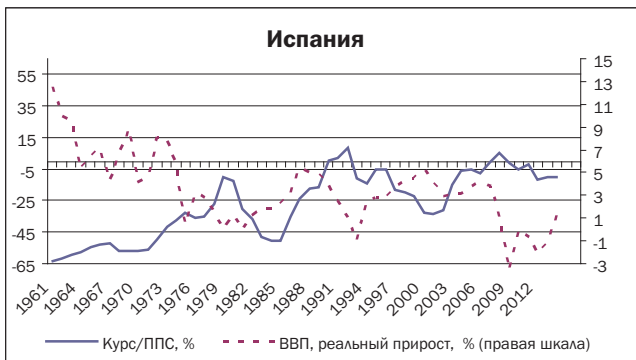
**3.3**



**3.4**



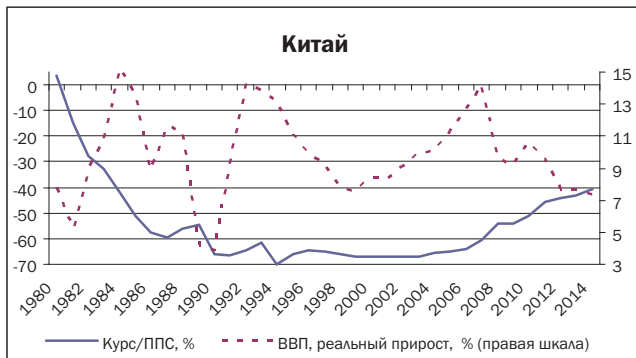
**3.5**



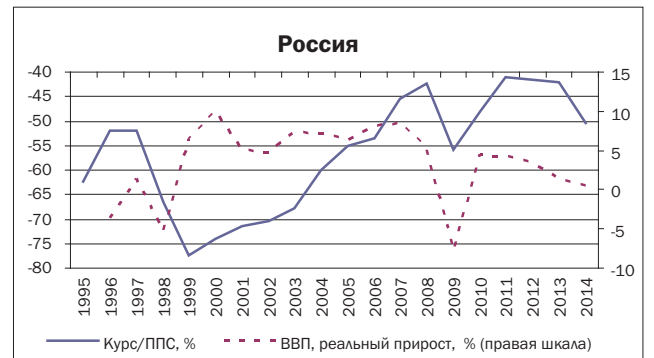
**3.6**



**3.7**



**3.8**



Источник: Рассчитано ДФА ИЭФ по данным ОЭСР, Мирового Банка, Пенсильванского Университета (США)

- повышает покупательную способность валютных ресурсов, привлеченных из-за рубежа,
- повышает привлекательность страны для иностранных инвесторов.

О стимулировании экспортной конкурентоспособности товаров при ослаблении национальной валюты свидетельствует феномен так называемого «экономического чуда». За длительный временной период по ряду стран, в которых наблюдалось это явление (например, в Греции, Испании, Италии, Франции, Японии), была обнаружена существенная связь между темпами прироста реального ВВП и степенью обесценения национальной валюты относительно доллара США по ППС. На определенных этапах подобная связь отмечалась также в КНР и Южной Корее, где также имело место явление «экономического чуда».

В большинстве рассмотренных стран наиболее высокие и стабильные темпы роста достигались при степени недооценки их национальной валюты примерно в 2-2,5 раза от курса по ППС (Рис. 3.1-3.7).

При этом во Франции и в Израиле «экономическое чудо» отмечалось при более низком, тогда как в КНР – при более высоком уровне недооценки. (Укажем, что в последние годы степень недооценки в КНР заметно снизилась и приближается к 40%).

Опыт Франции и Израиля как развитых стран, вероятно, не подходит для России. Валюты развитых стран традиционно более сильны относительно ППС, нежели валюты менее развитых стран. Также было бы неправомерным делать выводы о необходимости и целесообразности использования в полном объеме в России китайского опыта в данной сфере (подробнее – см врез «Китайское экономическое чудо»). Юань, в отличие от рубля, не является полностью конвертируемой валютой. В Китае конвертируемость по торговым и туристическим операциям сочетается с ограничениями по движению капитала. Они касаются как притока, так и оттока капитала. (К тому же имеют случаи ввода ограничений на конвертируемость для населе-

## Китайское экономическое чудо

В 1980-2010 годах экономический рост в КНР, по официальным оценкам, составлял в среднем примерно 10% в год, причем эти темпы были устойчивыми, т.е. наблюдались и в 1980-е, и в 1990-е, и в 2000-е. Ускоренные темпы роста объясняются различными факторами: эффектом низкой базы (в 1970-е экономика характеризовалась отсталостью и относительно слабо развитой промышленностью по сравнению с сельским хозяйством), трудолюбивой рабочей силой, успешными экономическими реформами, умелым использованием иностранного капитала, продуманной внешнеторговой и валютной политикой и т.д.

Как показывает статистика, эти факторы привели к тому, что обрабатывающая промышленность (в т.ч. ориентированная на экспорт) росла быстрее, чем ВВП (в целом). При этом, по некоторым независимым оценкам международных экспертов, китайская обрабатывающая промышленность, выступая одним из основных драйверов роста, увеличивалась еще более высокими темпами, чем по официальным данным КНР (Рис. 4).

«Экономическое чудо» стимулировалось существенной недооценкой курса юаня относительно ППС, что путем повышения ценовой конкурентоспособности китайских товаров расширяло экспортную экспансию, делая профиль экономики все более

экспортноориентированным. Так, долгие годы уровень недооценки номинального курса юаня к доллару США относительно курса по ППС составлял примерно 60-70%. Однако степень недооценки относительно ППС, рассчитанному только по потребительским товарам, составляла, в основном, 45-55% (Рис. 5), причем эти товары являлись основной частью китайского экспорта. Подобной недооценки (около 50%) было вероятно достаточно для обеспечения необходимой конкурентоспособности Китая.

Кроме того, по неофициальным оценкам международных экспертов, темпы прироста ВВП КНР в 1990-е годы, когда степень недооценки юаня относительно ППС достигла максимума (70%), были достаточно умеренными (8,7%), т.е. ниже, чем в среднем за 30 лет (9,4%) (Рис. 4.Б.). Это также может свидетельствовать о нерациональности такого сильного уровня занижения курса национальной валюты (70%) относительно ППС.

По мнению некоторых международных экспертов, 1990-е годы характеризовались недостаточно высокими темпами роста ВВП, что в 2000-е привело к пересмотру приоритетов их экономической политики. С середины 2000-х годов китайские лидеры стали проводить политику по повышению роли внутреннего потребления в качестве источника экономического роста.<sup>(4)</sup> С учетом этого, изменилась и

интерес. При этом необходимо иметь в виду, что внешняя сфера в экономике этой страны играет особую роль, поскольку на начальном этапе внутренний рынок был крайне мал. Это естественно определило курсовую стратегию с акцентом на девальвацию национальной валюты (см. врез «О валютной политике Израиля»).

интерес. При этом необходимо иметь в виду, что внешняя сфера в экономике этой страны играет особую роль, поскольку на начальном этапе внутренний рынок был крайне мал. Это естественно определило курсовую стратегию с акцентом на девальвацию национальной валюты (см. врез «О валютной политике Израиля»).

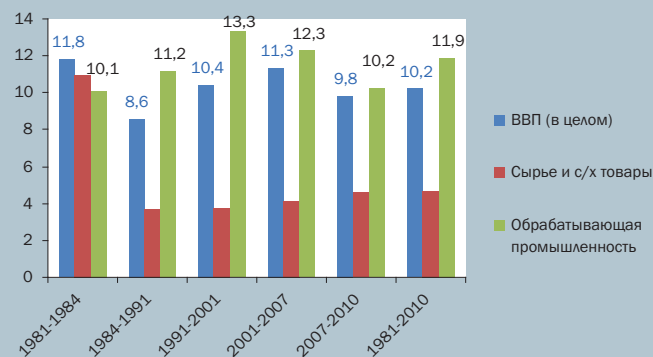
## Россия: некоторые эффекты «слабого» рубля

Недооценка национальной валюты, как правило, стимулирует экспортную конкурентоспособность. Хотя издержки в рублевом выражении и повышаются (а не снижаются, как принято считать) – из-за роста цен, удорожания импорт-

Опыт валютной политики Израиля также представляет определенный

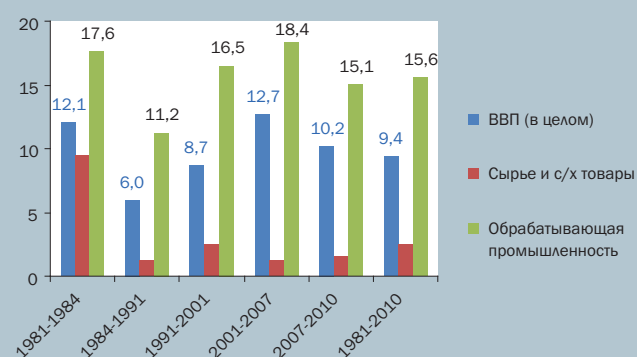
**[Рис. 4]** Среднегодовые реальные темпы прироста сельского хозяйства, сырьевых и обрабатывающих отраслей промышленности, а также ВВП в целом (КНР, за указанные периоды в %)

**А. Официальные данные**



Источник: National Bureau of Statistics of China

**Б. Альтернативные оценки**

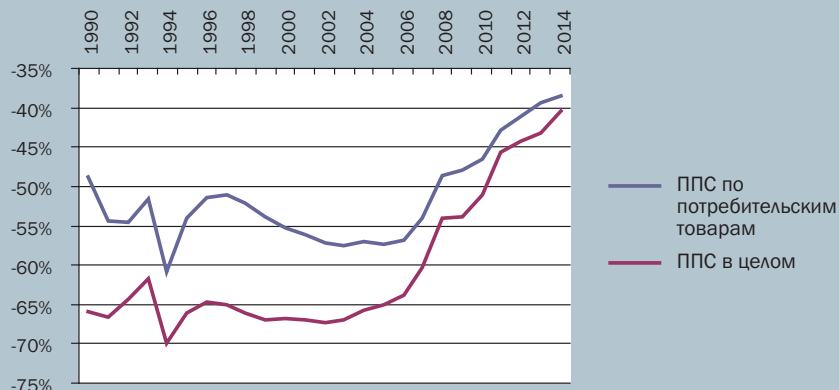


Источник: «RIETI: Discussion Paper Series» (January 2015), Tokyo

валютная политика (наряду с макроэкономической, финансовой, фискальной и т.д.). При этом укажем, что после начатой в середине 2000-х годов ревальвации юаня 5-6 лет наблюдались очень высокие темпы реального прироста ВВП (свыше 10%). При этом степень недооценки курса юаня по ППС к доллару США снизилась до 40-50%.

В последние 2-3 года ревальвации юаня чередуются с периодическими его девальвациями, при преобладании в целом девальвационного тренда. Причинами такого чередования в т.ч. стали мировой кризис и сократившийся спрос на китайскую продукцию, а также использование валютной политики в качестве инструмента «экономической дипломатии» в отношениях с США.

**[Рис. 5]** Степень недооценки курса юаня к доллару США по ППС (в целом) и ППС, рассчитанному по потребителям (%)



Источник: ОЭСР

ных компонентов и др., но повышение издержек, как правило, происходит на меньшую величину, чем процент снижения курса, что позволяет сокращать экспортные цены, выраженные в валюте и все равно получать некий прирост дохода(5).

Кроме того, также происходит рост рублевых доходов экспортеров после продажи валютной выручки и увеличение

доходной части бюджета РФ в рублевом выражении.

Однако вышеупомянутые эффекты имеют ограниченный во времени характер. Как отметил Президент «Лукойла» В.Алекперов, «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».(6)

По оценкам ЦБ РФ, вклад девальвации в инфляцию в 2015 году составил 40%(7). Кроме того, согласно анкетированию РСПП в январе 2016 года, больше всего респондентов (45%) главной

(4) Такая политика, как ожидалось, должна была в т.ч. способствовать снижению энергопотребления и улучшению экологии. Подробнее см. «Debating China's exchange rate policy», Washington, 2008, p.9.

(5) Эти закономерности выявлены авторами еще в конце 1990х гг. (см. Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. - М.: Наука. 1992. С. 65-75).

(6) «Ведомости», 06.09.2015.

(7) «Доклад о денежно-кредитной политике», ЦБ РФ, 2016, №1, с. 20.

проблемой развития бизнеса назвали снижение курса рубля и валютную нестабильность. Это касается в т.ч. и экспортеров. Так, по оценкам ЦБ РФ, несмотря на рост рублевой прибыли компании от экспортной деятельности убытки по курсовым разницам от переоценки валютного долга могут иметь в целом негативные эффекты (в т.ч. привести к формированию отрицательной величины собственного капитала)(8).

При этом заниженный уровень курса (относительно «рационального» диапазона) может вести и к другим важным экономическим и социальным явлениям, носящим нежелательный характер, в частности, к сжатию внутреннего спроса, росту стоимости высокотехнологического оборудования (в т.ч. медицинского), удорожанию импортных лекарств, «утечке умов» и т.д.

Но даже и при существенном замедлении инфляции восстановления внутреннего спроса после ослабления курса не наблюдается. Это происходит в виду того, что цены устанавливаются на новом, гораздо более высоком равновесном уровне, чем до девальвации. Поэтому даже при отсутствии их дальнейшего повышения, эта продукция становится крайне дорогой для потребителя.

Возможное недополучение экспортерами части экспортной выручки вследствие более умеренной девальвации (по сравнению с более глубоким провалом курса) может компенсироваться внутренними рычагами экономической политики по поддержке экспортеров.

При этом более слабая девальвация создает бреши в защите внутреннего рынка, что также может быть восполнено другими рычагами, например, инструментами тарифной политики (квоты, субсидии и др.).

Также для увеличения бюджетных доходов могут использоваться иные механизмы - например, повышение эффективности сбора налогов, проведение приватизации, введение налога Тобина на валютные спекуляции и т.д.

В то же время излишне ослабленный курс (относительно «рационального» диапазона) оказывает противоречивое

## **О валютной политике Израиля, в т.ч. в период «экономического чуда» (1950-1998 годы)**

Израиль – это государство со отчетливо выраженной экспортоориентированной экономикой. На начальном этапе её становления активно использовалась девальвация национальной валюты для стимулирования развития экспортоориентированных производств. В Израиле в 1952-1980 годы национальной валютой была израильская лира, которая неоднократно была девальвирована на основе решений правительства с целью поддержки экспортеров. Необходимость ускоренного развития экспортоориентированных производств диктовалась незначительным внутренним спросом в силу малой емкости внутреннего рынка.

В 1975 году Израиль перешел к политике «ползущей девальвации», допускающей обесценение валюты в размере до 2% в месяц (по предложению ОЭСР). Далее национальная валюта была неоднократно деноминирована из-за слишком высокого уровня инфляции (в 1971-

воздействие на эффективность привлечения иностранных инвестиций и валютных кредитов. С одной стороны, «слабый» рубль стимулирует приток иностранных финансовых ресурсов, т.к. растет их покупательная способность в рублях, что делает более привлекательным использование местных факторов производства для иностранных инвесторов. С другой стороны, прибыль в валютном эквиваленте снижается. При «слабом» рубле возникает риск невозврата средств, вложенных ранее, в период более дорогого курса. Данные риски становятся особенно заметными при стремительной (за короткий период) и масштабной (глубокой) девальвации. Но при этом неглубокая, равно как и растянутая во времени девальвация также не устраняют указанные риски, а лишь растягивают их на более длительный срок, не снимая всех возникающих вследствие этого проблем.

При занижении курса национальной валюты цены на импортные товары повышаются. При «дешевом» рубле и экспортеры, и бюджет, и банки, и компании, работаю-

1984 годах инфляция постоянно росла и в 1984 году превысила 440%). Так, в 1980 году лиры были заменены шекелями по курсу 10 лир = 1 шекель, а в 1985 году шекели были заменены новыми израильскими шекелями по курсу 1000 шекелей = 1 новый изр. шекель(10).

В конце 1980 годов в валютной сфере началась либерализация. В 1998 году был отменен государственный контроль над валютными операциями. В настоящее время шекель является свободно конвертируемой валютой.

За период с 1995 года наибольшая недооценка шекеля по отношению к доллару (по ППС) наблюдалась в 2002 году (Рис. 6). Обесценение шекеля было следствием ряда факторов, среди которых теракты в Израиле, кризис на мировом рынке высоких технологий, кризис в строительной отрасли и туризме. Все это привело к замедлению темпов роста экономики и даже к отрицательным темпам. Инфляция приблизилась к 7%, при том, что в предыдущие годы она была практически нулевой. Банк Израиля предприни-

щие на внутренний рынок, сталкиваются с удорожанием выплаты внешних долгов, импортных компонентов и другими негативными эффектами. Кроме того, обесцениваются залоги, в результате чего возникает проблема т.н. margin calls.

Слабый рубль еще более осложняет процессы импортозамещения. «Сейчас от 30% до 40% всего импорта - это импорт промежуточной продукции. При девальвации рубля дорожает себестоимость российской продукции»(9) – считает руководство МЭР (март 2016).

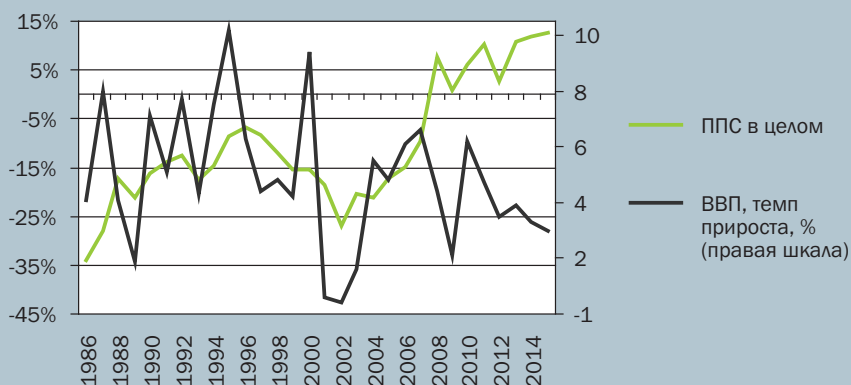
Согласно докладу Минпромторга (март 2016) об основных итогах импортозамещения в радиоэлектронной отрасли в 2015 году, девальвация рубля не способствовала импортозамещению во многом из-за вызванного девальвацией роста стоимости импортной вычислительной техники и телекоммуникационного оборудования, которые необходимы для реализации проектов по импортозамещению. К концу 2015 года реализовывались лишь 33 проекта по импортозамещению, т.е. менее 20% от количества

мал меры, направленные на приостановку девальвации шекеля.

Отметим, что в 1986-1995 годах средний уровень недооценки шекеля составлял 18%. В период 1995-2007 годов уровень недооценки шекеля к курсу по ППС не превышал 27%, а средний уровень недооценки составил 15%. Отметим, что периоды снижения курса шекеля соответствовали в целом более низким темпам роста экономики (рис. 6).

С 2007 года шекель переоценен по отношению к доллару на основе ППС приблизительно на 10%. При расчете курса по ППС по потребительским товарам шекель переоценен еще сильнее – на 27%. При этом Банк Израиля периодически пытается не допустить дальнейшего укрепления шекеля для сохранения в первую очередь конкурентоспособности экспорта. По оценкам МВФ(11), укрепление реального курса шекеля снижает прибыльность обрабатывающего сектора, т.к. из-за этого может снижаться объем экспорта. Однако в большей степени это влияет на экспорт низкотехнологической

**[Рис. 6]** Израиль: ВВП и степень недооценки (-)/переоценки (+) курса шекеля к доллару США по ППС (в целом) (%)



Источник: ОЭСР

продукции, тогда как воздействие на высокотехнологический экспорт проявляется в гораздо меньшей степени.

С 2012 года начало отмечаться замедление роста экономики. Причинами такой тенденции является как замедление роста экономики в США – основного торгового партнера Израиля, так и относительное снижение конкурентоспособности израильских экспортных товаров в сложив-

шихся условиях. При этом укрепление шекеля внесло позитивный вклад, оживив сектор домашних хозяйств. Согласно Банку Израиля, рост экономики в последние годы был бы еще более медленным, если бы не высокая потребительская активность израильтян (чему способствовал более дорогой шекель). В целом замедление темпов роста ВВП до 2,5-2,6% в 2014-15 годах во многом связано с инвестиционным застоєм, в особенности в ряде отраслей промышленности.(12)

запланированных ранее проектов (план импортозамещения в радиоэлектронной отрасли, подписанный министром Д.Мантуровым в апреле 2015 года, содержал 173 проекта).(13)

Как отметил основатель группы «Каскол»(14) С.Недорослев, «рост курса валюты в 2–3 раза позволил нам выиграть конкуренцию по цене, но делать ставку только на это было бы ошибкой». Сказанное особенно актуально, учитывая, что компания импортирует всего лишь 20% комплектующих, а 80% используемых компонентов производится в России(15).

Кроме того, 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 зарубежных экономиках лишь во второстепенном качестве поставщика товаров, сырья и дешевой рабочей силы.

### Приоритеты курсовой политики в долгосрочном плане

Хотя в статике достаточно отчетливыми представляются ряд преимуществ «слабо-

го» рубля, однако в динамике эти преимущества не столь очевидны.

При динамическом подходе становится еще более очевидным, что для стран, сильно зависящих от внешней сферы (импорт технологий, комплектующих и т.д.), чем более глубокой будет девальвация национальной валюты, тем более рельефно будут возникать указанные проблемы. При глубине провала валютного курса в РФ это особенно очевидно. Слабый рубль имеет значимые негативные последствия для развития страны:

- повышает уровень инфляции,
- повышает недоверие к рублю,

(8) «Обзор финансовой стабильности», ЦБ РФ, 2016, №1, с.16.

(9) [http://www.bbc.com/russian/business/2016/03/160331\\_devaluation\\_pros\\_and\\_cons](http://www.bbc.com/russian/business/2016/03/160331_devaluation_pros_and_cons)

(10) Из-за этой денежной реформы авторы преимущественно анализируют ситуацию после 1985 года.

(11) IMF. Israel: selected Issues. September 2015.

(12) Bank of Israel Annual Report -2015, p. 2-4.

(13) <http://www.kommersant.ru/doc/2944819>

(14) Одна из первых частных российских компаний, работающих в высокотехнологичных и наукоемких отраслях промышленности, основана в 1988 году.

(15) С.Недорослев. РБК, 20.04.2016.

- способствует оттоку капитала из страны,
  - усиливает сырьевой профиль экономики.
- Также для всех стран со слабой валютой:
- ухудшается эффективность привлечения иностранных инвестиций,
  - снижается стоимость национальных активов,
  - растут платежи по обслуживанию внешнего долга(16).

Кроме того, сжимается внутренний спрос – важнейший «драйвер» экономического роста.

Хотя при девальвации теоретически у каждой отрасли появляется дополнительный экспортный потенциал, согласно РАНХ и ГС, на практике этим потенциалом удастся воспользоваться только отраслям со средней и низкой степенью переработки.(17)

Многие страны в динамике своего развития ориентируются на укрепление национальной валюты, т.к. это является необходимым элементом перехода к более развитой

экономике(18). Более крепкая национальная валюта позволяет, например, государствам шире привлекать квалифицированных зарубежных специалистов; импортировать иностранные технологии и ноу-хау и т.д.


Таким образом, при рассмотрении проблемы с точки зрения динамики развития процессов более отчетливыми становятся издержки чрезмерного занижения курса относительно ППС. Согласно научному докладу РАН (2016 год), «в средне- и долгосрочной перспективе не существует альтернативы укреплению курса рубля, которое должно опираться на повышение темпов и качества экономического роста».(19)

### Что делать?

Для скорейшего выхода экономики РФ из кризиса необходим более устойчивый и более сильный рубль (примерно в диапазоне от 50 до 60 руб./долл.), который стимулировал бы экономический рост, облегчая планирование и прогнозирование на раз-

личных уровнях (в т.ч. благодаря снижению волатильности и неопределенности).

В то же время было бы ошибочным преждевременно переходить к диапазону валютного курса, вплотную приближенному к ППС. Как показывает зарубежный опыт, требуется определенный переходный период, в течение которого некоторое занижение курса национальной валюты относительно ППС (2-2,5 раза) будет стимулировать экономический рост и создаст условия для перехода в число более развитых стран (с курсом валюты, более близким к ППС).

Регулятору при этом не надо препятствовать некоторому укреплению рубля (до указанного диапазона) и использовать все доступные ему средства и механизмы в целях устранения избыточной волатильности на валютном рынке. Это важно с точки зрения ускорения выхода экономики РФ из кризиса и снижения «социальных издержек» указанного процесса. 

(16) Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? – М.: «Экономика», 2011. С. 174-215; Ершов М.В. К чему может привести обесценившийся рубль. // Аналитический банковский журнал. №3, 2015. С. 24-27.

(17) <http://www.finmarket.ru/main/article/4309328>

(18) Это, в известной мере, пыталась делать Россия в 2000-е годы, проводя политику укрепления рубля (График 3.8.).

(19) В.Ивантер, М.Узяков, А.Широв и др. «Восстановление экономического роста в России», М, РАН, 2016, с. 8.