

© 2017 г.

**Михаил Ершов**

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

## **ОБ УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА: О ВАЛЮТНОМ КУРСЕ, ВАЛЮТНОЙ СТАБИЛЬНОСТИ И ДЛИННЫХ ДЕНЬГАХ**

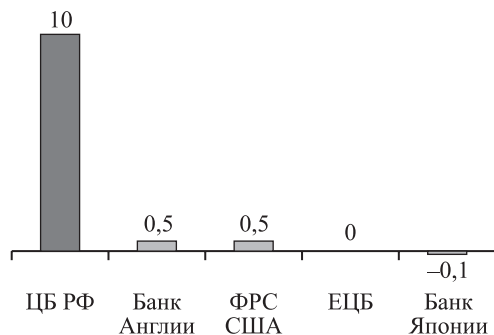
У российской экономики есть неиспользованный потенциал для нормализации положения в валютной сфере, а также для формирования длинных финансовых ресурсов. Все это актуально для обеспечения экономического роста и развития. В статье приводятся механизмы для стабилизации валютного курса. Также обосновывается необходимость снижения процентных ставок. Подчеркивается целесообразность более активного использования бюджетной политики для создания длинных денег и стимулирования экономического роста.

**Ключевые слова:** валютная политика, валютный курс, процентные ставки, денежно-кредитная политика, политика Центрального банка.

В России продолжают дискуссии по ряду ключевых вопросов экономической политики. Среди них сегодня особое внимание привлекают вопросы о том, насколько адекватен уровень обеспеченности российской экономики финансовыми ресурсами, каков должен быть уровень процентных ставок для эффективной трансмиссии денег в реальную сферу, каковы плюсы и минусы ослабления или укрепления рубля и насколько оправдан его режим свободного плавания. Более четкое понимание указанных проблем, очевидно, способствовало бы формированию и более взвешенных подходов в экономической политике со стороны регулирующих органов.

**Процентные ставки и монетизация экономики.** В российской финансовой системе начинает формироваться новое для последних лет явление – структурный профицит ликвидности, когда деньги скапливаются в финансовой сфере и не поступают в экономику. Это явление связано не только с расходованием средств из Резервного фонда, как это принято объяснять. Этот профицит также связан с сжавшимся внутренним спросом (в том числе из-за девальвации рубля) и с высоким уровнем процентных ставок, который значительно превышает средний уровень рентабельности по отраслям (7–10%).

Действительно, процентные ставки ЦБ РФ значительно выше ставок большинства стран (рисунок 1). Как следствие, ставки по кредитам для реального сектора тоже очень высоки (рисунок 2). Жесткость



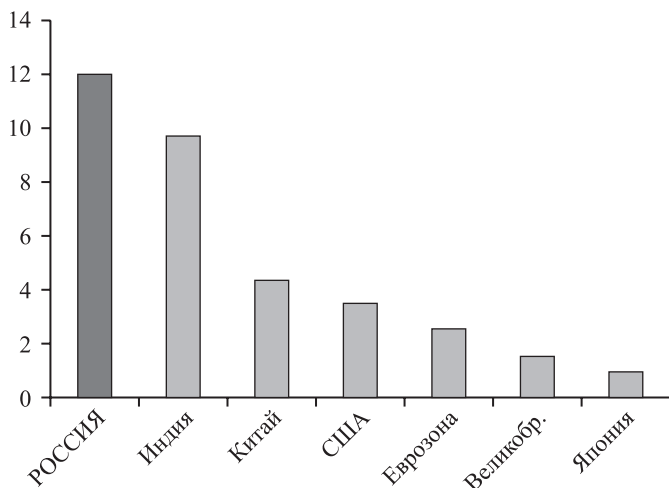
**Рис. 1. Основные процентные ставки центральных банков ряда стран (октябрь 2016 г.,%)**

*Источник:* центральные банки соответствующих стран.

финансовых условий, естественно, создает трудности в финансировании экономики, замедляя экономический рост. В таких условиях финансовые ресурсы вообще становятся плохо востребованы экономикой.

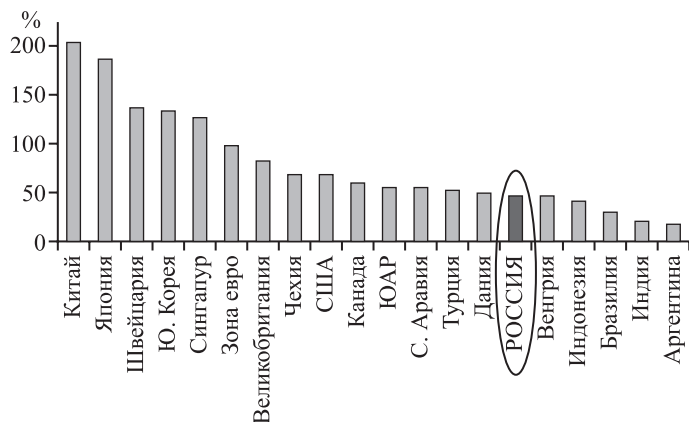
Запретительно высокий уровень процентных ставок, по сути, блокирует приток средств в реальную экономику и формирует их локальную избыточность в отдельных сегментах экономики.

С похожей ситуацией – когда избыточная ликвидность наблюдается в одном секторе, а в остальных дефицит – российская экономика сталкивалась и в прошлом. Так, например, в преддверии дефолта 1998 г. бурно рос рынок ГКО (государственных краткосрочных облигаций), там находились большие объемы финансовых ресурсов. При этом в остальной экономике в России отмечалась одна из самых низких монетизаций в мире ( $M2/ВВП$ ) – около 10%. Повсеместно наблюдались неплатежи,



**Рис. 2. Ставки по кредитам нефинансовым организациям (в нац. валюте,%)**

*Источник:* центральные банки соответствующих стран.



**Рис. 3. Монетизация экономик ряда стран (М2/ВВП, 2014–2015 гг.,%)**

*Источник:* по данным МВФ, национальной статистики.

использование бартера и использование квази-денег, а процентные ставки были также на запредельно высоких уровнях.

В настоящее время в целом в России отмечается низкий уровень монетизации экономики (соотношение М2/ВВП – около 47% по сравнению с уровнем, превышающим 100% в ряде стран) (рисунок 3), что тормозит ее развитие и снижает ее устойчивость к внешним шокам.

При этом у российской экономики есть потенциал безинфляционного принятия ресурсов. Так, суммарный прирост денежной массы в российской экономике за 2000–2015 гг. был многократно выше, чем размер суммарной инфляции. Учитывая немонетарную долю инфляции в ее общем объеме, разрыв между ростом денежной массы (М2) и ростом цен достигает более 20 раз (рисунок 4). Другими словами 100%-й рост М2 вызовет повышение цен менее чем на 5%. Причем это не одномоментная точечная оценка, а устойчиво отмечающаяся тенденция последних 15 лет. (Исключением являются 2014 и 2015 гг., что связано с провалом курса рубля. По оценкам Банка России, «в 2015 г. ключевым фактором инфляции явилась динамика курса рубля, которая, по оценке, сформировала около 5 процентных пунктов (примерно 40%) прироста потребительских цен за год»<sup>1</sup>.)

В то же время необходимо создание условий для перетока финансовых средств в реальную экономику, что будет способствовать экономическому росту. Рост монетизации экономики также будет способствовать снижению процентной ставки, приведет к уменьшению зависимости финансового рынка от внешних рисков и росту его устойчивости в целом.

<sup>1</sup> Доклад о денежно-кредитной политике ЦБ РФ. Март 2016 г. С. 20.

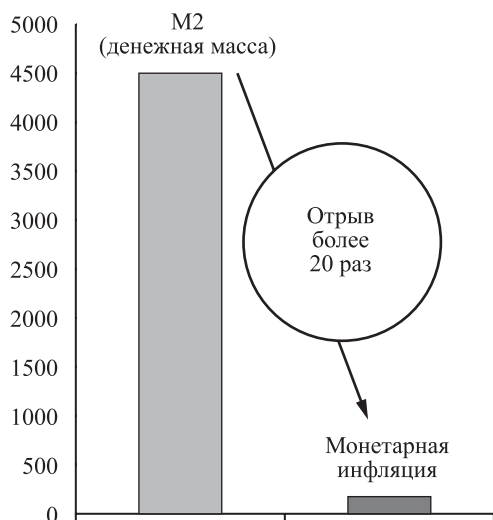


Рис. 4. Суммарный прирост M2 и монетарная инфляция в 2000–2015 гг., Россия

Источник: по данным ЦБ РФ.

**О валютном курсе.** Переход ЦБ к политике свободного курсообразования рубля вызвал увеличение курсовой нестабильности, что привело к потере доверия к рублю и явилось тормозом развития деловой активности в РФ. Курс рубля демонстрировал самую большую волатильность среди стран с развивающимися рынками (рисунок 5, рисунок 6).

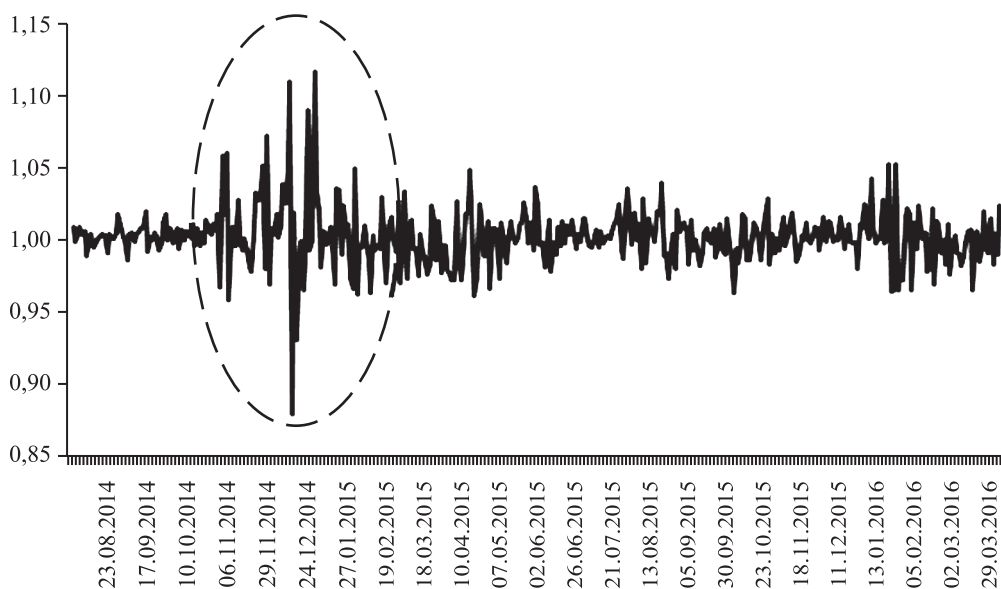
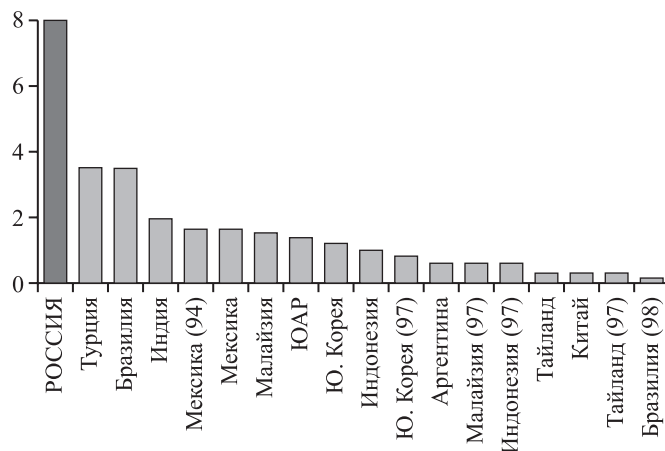


Рис. 5. Волатильность курса рубля (индекс, д/д)

Источник: по данным ЦБ РФ.



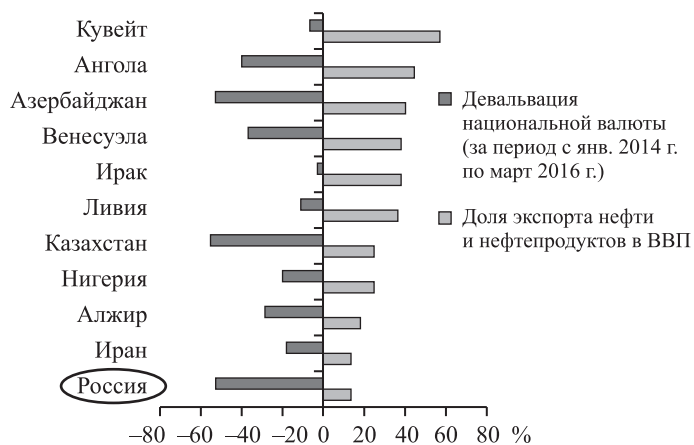
**Рис. 6. Волатильность валютных курсов ряда стран\***

\*В 2015 г.; в скобках рядом указаны другие кризисные годы, когда была повышенная волатильность. Стандартное отклонение ежедневного изменения курса национальной валюты к доллару США.

Источник: ЕЦБ.

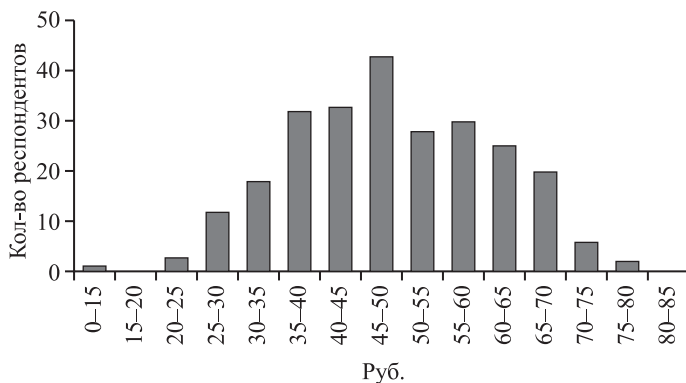
Действительно, столь высокий уровень волатильности российского рубля существенно осложнил экономические операции компаний, затруднил планирование, осуществление инвестиций и нормальное осуществление текущей деятельности в целом.

Причем падение цены на нефть (которое отмечалось с 2014 г.) вызывало обесценение национальных валют у всех стран-экспортеров нефти. Но даже у тех стран, у которых доля экспорта нефти в ВВП выше, чем в России, масштаб обесценения их национальных валют был существенно ниже, чем у российского рубля (рисунок 7). Это дает возможность



**Рис. 7. Доля экспорта нефти в ВВП и девальвация национальных валют (%)**

Источник: по данным национальной статистики.



**Рис. 8. Оптимальный курс доллара США (263 предприятия, опрос ЦБ РФ)**

*Источник:* ЦБ РФ. О чем говорят тренды. Май 2016 г.

говорить о неких неправильных шагах в регулировании, которые сделали в итоге ситуацию столь непростой.

При этом 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 конец 2015 г. курс рубль/доллар должен был составить 24 рубля за один доллар.

Проведенные опросы Банка России также свидетельствуют об актуальности перехода к более крепкому рублю. ЦБ РФ подчеркивает: «Большинство респондентов высказали заинтересованность в крепком и устойчивом курсе национальной валюты... 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»<sup>1</sup>. Согласно данным регулятора, почти 45% опрошенных им промышленных предприятий оптимальным считают валютный курс в диапазоне от 45 до 50 руб./долл. (рисунок 8).

Переход ЦБ к политике свободного курсообразования рубля был достаточно рискованным и был сопряжен с риском увеличения курсовой нестабильности, что привело к потере доверия к рублю.

Укажем, однако, что российская экономика и регуляторы обладают достаточными рычагами для формирования необходимой устойчивости на рынке.

Так, золотовалютные резервы сейчас превышают величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза (рисунок 9). Это означает, что регулятор в состоянии нормализовать ситуацию на валютном

<sup>1</sup> Банк России. О чем говорят тренды. № 6. 2016. С. 46.

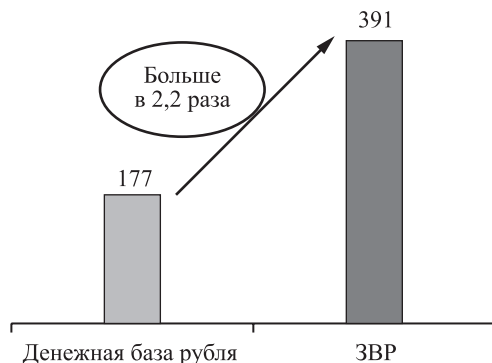


Рис. 9. Денежная база рубля и международные резервы РФ (окт. 2016 г., млрд долл.)

Источник: по данным ЦБ РФ.

рынке, минимизируя при этом уровень неопределенности и амплитуду курсовых колебаний.

При этом часто задается вопрос: сколько понадобится потратить резервов, чтобы стабилизировать курс рубля? Представляется, что немного. Достаточно одного-двух реальных выходов регулятора на рынок. Как только регулятор покажет всерьез свое присутствие и обозначит свои предпочтения, рынок перестроится и будет действовать в соответствии с этим.

Когда нам говорят, что рынок играет против регулятора, это, по сути, означает, что рынок играет себе в убыток. Рынок не может переиграть регулятора, учитывая рычаги и возможности последнего (особенно принимая во внимание возможности одномоментного выхода регулятора с своими ресурсами на рынок, что не может быть в такой же мере достигнуто даже очень скоординированными действиями ведущих участников). Преобладание рынка возможно лишь, когда регулятор самоустранился и на рынке его нет. Тогда рынок действительно делает, что хочет.

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.

**О длинных деньгах.** Важен комплексный подход к формированию денежного предложения в увязке с целями экономического развития и с опорой на внутренние источники денежного предложения и на механизмы рефинансирования кредитных институтов, направленные на кредитование реального сектора экономики и инвестиций в приоритетные направления развития.

Необходимо также рассмотреть возможность более активного использования бюджетной политики, при которой бюджет является

важным механизмом стимулирования экономического роста. Действительно, мы уже все больше готовы и к дефициту бюджета, и к финансированию его посредством госбумаг, и даже к использованию длинных госбумаг (до 30 лет). Однако мы не готовы к использованию самого главного механизма – к участию Центрального банка в этом механизме.

При этом размещение государственных ценных бумаг на внутреннем рынке будет означать оттягивание средств с финансового рынка на цели финансирования бюджета. Это может негативно отразиться на ситуации с ликвидностью и, по сути, будет способствовать вытеснению с финансового рынка средств частного сектора государственным (явление, получившее название в международной практике «эффект вытеснения» – «crowding out»).

В этих условиях решение задач финансирования бюджета создает проблемы с ресурсообеспеченностью отраслей, затрудняя их финансовое положение, что в целом создает проблемы для экономического роста.

При этом следует учитывать, что в развитых экономиках при осуществлении эмиссии делается упор на формирование целевых длинных и сверхдлинных ресурсов (в США, Японии и Китае – до 30–40 лет) под обязательства государства, в т.ч. связанные с финансированием долгосрочных инвестиционных проектов, которые дополняются инструментами среднесрочного рефинансирования (например, до 4-х лет в ЕЦБ), что создает мощную основу длинных ресурсов в экономике.

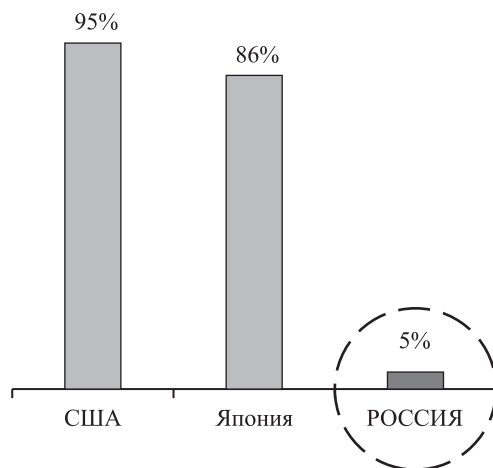
Между тем, согласно опубликованному годовому отчету Центрального банка РФ за 2015 г., доля долговых обязательств Минфина РФ в денежной базе рубля составляет менее 5% (на начало 2016 г.). Отметим, что в США и Японии на государственные облигации приходится 80–90% от всей величины денежной базы (эмиссии) доллара и японской иены (рисунок 10).

Это означает, что у нас есть большие неиспользованные возможности обеспечения экономического роста.

**Функции Банка России.** Принимая во внимание комплексный характер задач по улучшению качества роста, поддержанию его темпов и диверсификации экономики, необходимо расширить задачи, ставящиеся перед Банком России, по примеру ведущих стран, где помимо валютного курса и цен на их центральные банки возлагаются задачи поддержки экономического роста, занятости и повышения инвестиционной активности.

Тем самым Банк России должен будет использовать весь располагаемый им набор рычагов финансового регулирования на цели стимулирования экономического роста.





**Рис. 10. Доля госбумаг в денежной эмиссии**

*Источник:* по данным центральных банков соответствующих стран.

\* \* \*

Очевидно, что обеспечение экономики адекватным объемом финансовых ресурсов (в т.ч. длинных) по доступной цене будет способствовать созданию благоприятных условий для экономического роста. Важную роль будет также играть стабилизация положения на валютном рынке, формирование курса рубля по более объективным критериям и недопущение его неоправданного обесценения. Рычаги и возможности, которыми располагают российские регуляторы, позволяют более эффективно решать стоящие задачи, но пока не используются ими в полной мере. Это делает необходимым более активное и целенаправленное использование имеющихся возможностей для уменьшения рисков и обеспечения экономического развития.