ЕРШОВ Михаил Владимирович

Доктор экономических наук,
директор Центра денежно-кредитной политики и финансовых рынков

Финансовый университет при Правительстве РФ

125993, РФ, г. Москва, Ленинградский пр., 49

Контактный телефон: +7 (495) 787-74-52

e-mail: astanasova@fa.ru

ТАНАСОВА Анна Станиславовна

Кандидат экономических наук, заместитель директора
Цentra денежно-кредитной политики и финансовых рынков

Финансовый университет при Правительстве РФ

125993, РФ, г. Москва, Ленинградский пр., 49

Контактный телефон: +7 (495) 787-74-52

e-mail: astanasova@fa.ru

ТАТУЗОВ Виктор Юрьевич

Кандидат экономических наук, доктор экономики (PhD, Сорбонна),
ведущий научный сотрудник Центра денежно-кредитной политики
и финансовых рынков

Финансовый университет при Правительстве РФ

125993, РФ, г. Москва, Ленинградский пр., 49

Контактный телефон: +7 (495) 787-74-52

e-mail: astanasova@fa.ru

Об ориентирах по курсу рубля: какой уровень предпочтительнее?

Аннотация. Статья посвящена исследованию проблем перехода к режиму свободного плавления рубля, инфляционному таргетированию и последовавшего роста волатильности курса рубля. Показано, что санкции США в 2018 г. повысили актуальность вопросов целесообразного курса рубля, который способствовал бы ускорению темпов роста экономики РФ и улучшению качества роста. Методологическая база исследования включает основные положения макроэкономики и теории инфляции. В работе используются экономико-статистические методы исследования. Аналитический обзор подходов к формированию стратегических ориентиров в валютной сфере ряда стран позволил выявить методологические и прикладные основания для определения рационального диапазона курса рубля. Авторами развивается теоретический подход к инфляции как к многофакторному явлению, обосновывается предпочтительный диапазон отклонения номинального курса рубля от курса по паритету покупательной способности. Выводы сделаны на основе анализа российской инфляции и роли валютного фактора в процессах ценообразования. Предлагаемые подходы к исследуемой проблеме позволяют более точно определить направления совершенствования валютной политики. Сделан вывод о важности стабилизации рублевого пространства для создания комфортной инвестиционной среды. Разработаны рекомендации по текущей валютной политике Центрального банка РФ.

JEL classification: A31, E31, F41

Ключевые слова: экономический рост; валютный курс; паритет покупательной способности; режим валютного курса; инфляционное таргетирование; волатильность курса.

Введение

Высокий уровень волатильности курса рубля, наблюдаемый в последние годы, негативно отражается на функционировании экономики России. Как представляется, необходим более крепкий и стабильный, чем в 2015–2018 гг., рубль. Антироссийские санкции США вызвали рост волатильности курса рубля и его существенное обесценивание. Нестабильность курса рубля и его возможные (особенно резкие) падения могут отрицательно повлиять на темпы роста российской экономики.

Международные экономические сопоставления нередко основываются на паритете покупательной способности (ППС) [7]. Страны «догоняющего развития» достигали наиболее высоких и стабильных темпов роста экономики, когда национальные валюты в течение ряда лет были приблизительно в 2–2,5 раза недооценены относительно ППС. Примерно этот уровень недооценки наблюдался в периоды наиболее быстрого и стабильного роста («экономического чуда») Японии, Греции, Испании, Италии, Южной Кореи. В КНР степень недооценки юаня относительно ППС была выше и составляла в 1990-е годы 70 %, но, по мнению некоторых экспертов, эти годы характеризовались недостаточно высокими темпами роста, что в 2000-е годы привело к пересмотру приоритетов экономической политики, в том числе к ревальвации юаня относительно ППС.

Цель исследования – обоснование необходимости валютной стратегии РФ. Задачами являются определение предпочтительного диапазона отклонения номинального курса рубля от курса по паритету покупательной способности; разработка методологических подходов к установлению рационального диапазона курса рубля; анализ инфляции как многофакторного явления; разработка рекомендаций по текущей валютной политике.

Внешние дестабилизирующие факторы курса рубля и инфляции 2018 г.

Курс рубля в 2017 г. относительно стабилизировался после 2014–2015 гг., когда рубль был одной из самых волатильных валют в мире. Однако в 2018 г. стали отчетливо проявляться тревожные симптомы, и волатильность снова возросла (рис. 1). Минфин США 6 апреля 2018 г. объявил о введении санкций в отношении ряда российских бизнесменов, компаний и правительственных служащих. Эффект проявился 9 апреля, которое стало «черным понедельником» для российского фондового рынка (с декабря 2014 г. не наблюдалось настолько глубокого снижения этого рынка). С фондового рынка падение распространилось на валютный рынок. За один день (10 апреля 2018 г.) официальный курс рубля к доллару США снизился более чем на 6 %, к евро – на 7 %. Это было самое большое падение официального курса рубля с января 2015 г.

В августе 2018 г. из-за введения антироссийских санкций США началось новое падение курса рубля, который к концу первой декады сентября достиг около 70 р. за доллар, установив новый антирекорд примерно за два с половиной года (рис. 2).

Несмотря на относительное спокойствие глобальных валютных рынков в отдельные периоды, в августе 2018 г. они характеризовались нестабильностью и развивались под активным воздействием дестабилизирующих факторов, таких как санкции и анти-санкции, торговые войны, валютные кризисы. Все это привело к очередной дестабилизации рубля. Во второй половине июля США заявили о намерении расширить санкции.

Со всей остротой негативные ожидания участников рынков проявились в первой половине августа, когда курс рубля существенно обесценился. Конфликт США с Турцией тоже отразился на турецкой лире и ряде европейских валют. В частности, с учетом высокой задолженности турецких компаний перед банками Франции, Италии и Испании, ЕЦБ евро в первой половине августа обесценился, так как оказалась под вопросом платежеспособность турецких компаний, активно работающих с европейскими партнерами. К концу месяца политическая ситуация успокоилась, и евро в целом утраченные позиции восстановил, в отличие от турецкой лиры, которая в августе обесценилась почти в два раза по сравнению с началом года (рис. 3 и 4).

Рис. 1. Волатильность курса рубля к доллару США

Рис. 2. Курс рубля к доллару США и евро в 2018 г¹

Рис. 3. Курс турецкой лиры к доллару в 2018 гг.²

Рис. 4. Курс фунта стерлингов и евро к доллару США в 2018 г.³

¹ Источник: Данные Центрального банка РФ.

² Источник: Investing.com.

³ Источник: Thomson Reuters.

Турбулентность на рынках вызывают не только политические факторы, но и общая неустойчивость мировой экономики и финансов. Международные организации предупреждают, что темпы экономического роста западных стран в ближайшие годы могут замедлиться. Отметим, что именно от этих стран многое зависит в мировой экономике, финансах и политике, особенно при возникновении острых проблем, Запад нередко стремится решать проблемы за счет других государств, в том числе России. К тому же мировая экономика и финансы по ряду показателей еще не достигли уровня, который был до кризиса 2008–2010 гг., что говорит о сохранении противоречий, вызывающих геополитические конфликты и обострения.

Испытав воздействие внешнеполитических факторов (в первую очередь, новых санкций США) и глобальной турбулентности, курс рубля вернулся на позиции первых месяцев 2016 г. Напомним, что рубль еще несколько лет назад оказался одной из наиболее девальвированных валют в мире. Это произошло в 2015 г., когда рубль обесценился даже в большей степени, нежели валюты ряда других стран, в значительной степени зависящих от экспорта нефти (рис. 5). Тогда ослабление курса рубля, связанное с падением цен на нефть, было усилено болезненным переходом в 2014 г. к режиму «свободного плавления» рубля. По опыту 2014–2015 гг. можно заключить, что происходящее в 2018 г. обесценивание рубля способно оказать ряд негативных общеэкономических эффектов, в том числе усложнить краткосрочное и среднесрочное планирование на разных уровнях, закупки импортной продукции отечественными компаниями и населением и т. д.

Рис. 5. Уровень ослабления курса валют к доллару США в странах, наиболее зависимых от экспорта нефти¹

Подчеркнем, что нынешнее снижение курса рубля связано, в первую очередь, с внешними шоками вопреки объективным и прогнозируемым ранее процессам. Так, Министерство экономического развития еще в июле 2018 г. в среднесрочном периоде ожидало стабильный рубль (на уровне 63–64 р./дол. в 2019–2021 гг.). Укажем, что для роста конкурентоспособности экономики РФ и доходной части бюджета необходима более эффективная деятельность российских предприятий, которые нередко выступают за сильный и стабильный рубль.

¹ Источник: Составлено по данным Bloomberg.

Наблюдаемое ослабление курса рубля не только тормозит импорт современных технологий, но и может оказать негативное воздействие на российский банковский сектор. Динамика курса рубля, в частности, может отрицательно повлиять на капитал банков, так как ослабление рубля ведет к снижению показателя достаточности капитала (принимая во внимание высокую концентрацию валютных активов). Кроме того, обесценивание рубля в апреле и августе 2018 г. создает инфляционные риски, тормозит развитие ряда ключевых отраслей, затрудняет импорт иностранных технологий. В частности, в последние годы прослеживается существенная зависимость между инфляцией и валютным курсом (рис. 6).

Рис. 6. Инфляция и курс рубля с января 2016 по август 2018 г.¹

Рост инфляции и инфляционных ожиданий весной–летом 2018 г. связан в том числе с обесцениванием рубля. Инфляция увеличилась с 2,3 % (г/г) в июне до 2,5 % (г/г) в июле и, по оценкам ЦБ РФ, достигла около 2,8–3,0 % (г/г) в августе 2018 г. По оценкам Министерства экономического развития (на сентябрь 2018 г.), дальнейшая отрицательная динамика курса рубля станет основным инфляционным риском в ближайшее время.

Роль факторов современной российской инфляции

В специальной литературе имеются существенные расхождения по поводу видов инфляции, в том числе «инфляции издержек». Авторы настоящей статьи различают «структурную инфляцию» и «инфляцию издержек». Если не выделять «структурную инфляцию» как самостоятельный вид инфляции, то можно сделать вывод, что «инфляция издержек» в России в 1990-е годы играла очень важную роль. Нередко встречающийся подход с использованием термина «инфляция издержек» (в широком смысле, с включением в него администрируемых, т. е. монопольных, цен) допустим, но является упрощенным. Мы используем более узкую трактовку инфляции издержек – в основном как роста потребительских цен, связанного с удорожанием ресурсов. Более детальный

¹ Источник: Данные Центрального банка РФ.

анализ видов инфляции и инфляции в целом выходят за рамки данного исследования, в связи с чем мы представим упрощенный вариант классификации видов инфляции.

Виды инфляции:

1. *Инфляция спроса, вызванная:*

- ростом госрасходов, дефицитом госбюджета;
- увеличением частных расходов, в том числе обусловленных быстрым ростом банковского кредитования;
- повышением доходов, связанных с положительным сальдо платежного баланса.

2. *Структурная инфляция* – повышение общего уровня потребительских цен, связанное с монополиями, административным регулированием со стороны различных органов власти и т. д.

3. *Инфляция издержек* – возникает из-за повышения издержек производства в результате увеличения заработной платы, удорожания природных ресурсов и т. д.

4. *Импортируемая инфляция* – вызывается факторами в сфере внешнеторговых и валютных отношений, в том числе *обесцениванием национальной валюты*, из-за которого растут цены на импортируемые товары и возникают иные инфляционные эффекты.

Ослабление рубля может привести к повышению вклада валютного фактора в российскую инфляцию. Укажем, что российская инфляция – явление многофакторное, т. е. результат действия ряда факторов [3]. Обычно выделяют факторы *монетарные* (в том числе рост денежной массы и ослабление курса национальной валюты) и *немонетарные* (монополистическая практика ценообразования, структурные диспропорции, состояние отношений на рынке труда, дефицит отдельных видов продукции и т. д.) [2; 4; 5; 8; 9; 10].

Преобладающая роль монетарных факторов говорит о том, что в данном периоде доминируют такие виды инфляции, как инфляция спроса и импортируемая инфляция, в том числе связанная с валютным курсом. Значительный вклад немонетарных факторов свидетельствует о структурной инфляции и инфляции издержек.

В России в 2000–2018 гг. отмечаются все основные виды инфляции. В какие-то периоды активно проявляются одни ее виды (например, инфляция спроса или структурная инфляция в 2000-е годы), в другие – преобладают иные типы инфляции (в 2015 г. примерно 50 % всей инфляции было вызвано обесцениванием рубля).

Роль валютного фактора в инфляции может быть существенной при импортируемой инфляции, когда валютный курс прямо влияет на цены импортируемой конечной продукции, а также вызывает косвенные инфляционные эффекты:

- растут потребительские цены на товары в результате удорожания импортных компонентов;

- увеличиваются цены на отечественные товары, конкурирующие с импортом;
- меняется скорость обращения денег из-за «валютизации», «долларизации» и т. д.

Отметим, что в 2000-е годы в России валютный фактор в целом не играл существенной роли в инфляции. При этом наблюдались важнейшие признаки инфляции спроса:

- рост денежной массы (M2), обусловленный увеличением доходов от экспорта сырьевых товаров, что в итоге оказывало (с временным лагом) инфляционное давление на российский рынок.

- расширение расходов госбюджета, существенный рост кредитования предприятий и населения, что также влияло на показатели денежной массы (M2).

Определенное значение в 2000-е годы имела инфляция издержек. Так, заметный подъем заработной платы в нефтегазовом секторе вызывал повышательные воздействия на общий уровень заработной платы, что способствовало росту издержек. Отмечавшийся в России в последние десятилетия рост потребительских цен во многом является структурной инфляцией, которая отражается в высоком росте цен на услуги жилищно-коммунального хозяйства, в повышении цен на бензин и т. д.

Валютный фактор длительное время не был особо значимым для инфляции. Напомним, что монетарные факторы связаны с монетарной политикой. К ним относится, в частности, динамика денежных агрегатов и валютного курса.

Связь немонетарных факторов со структурной инфляцией. По официальным оценкам, вклад монетарных факторов в инфляцию 2005 г. был гораздо больше вклада немонетарных факторов. Вклад валютного курса тогда был близок к нулю (см. таблицу).

Вклад валютного курса и других факторов в инфляцию в 2005 г.

Факторы инфляции	Вклад фактора	
	%-ный пункт	%
Индекс потребительских цен	11	–
Монетарные	7	64
рост номинальных доходов населения, %	1,8	16
рост денежной массы М2, %	5,5	50
среднегодовой курс, р./дол.	–0,3	–4
Немонетарные	4	36
тарифы ЖКХ и платежи за услуги локальных монополий	2	18
тарифы естественных монополий	2	18

Источник: Об итогах социально-экономического развития Российской Федерации в 2005 г. и задачах экономической политики Правительства РФ на 2006 г. / Министерство экономического развития. М., 2007. С. 5.

Валютный фактор не играл заметной роли, так как основным монетарным фактором инфляции был прирост денежной массы (М2) (рис. 7). На это указывал, в частности, анализ факторов инфляции в мониторингах Министерства экономического развития.

Рис. 7. Основные факторы инфляции в 2003–2006 гг.¹

Следует отметить, что прирост денежной массы не обязательно ведет к росту инфляции (рис. 8).

В последние годы инфляция все больше определяется не приростом денежной массы (М2), а другими факторами, в том числе динамикой курса рубля. Так, если в 2005 г. роль валютного фактора в инфляции была близка к нулю, то десять лет спустя ситуация изменилась. Валютный фактор с конца 2014 г. играет в инфляции существенную роль. Наибольшим его вклад был в 2015 г. – около 50 % (рис. 9).

¹Источник: Об итогах социально-экономического развития Российской Федерации в 2006 г. / Министерство экономического развития. М., 2007. С. 36.

Рис. 8. Инфляция и прирост денежной массы в 2000–2017 гг., %¹

Рис. 9. Вклад основных факторов в инфляцию, %²

В текущем году вклад валютного фактора в инфляцию, по оценкам Банка России, остается существенным (около 25 %), но меньшим, чем в 2015 г. По оценкам ЦБ РФ (сентябрь 2018 г.), вклад курсовой динамики в годовую инфляцию составит около 1 п.п. к концу 2018 г., при этом инфляция достигнет 3,8–4,2 %.

С учетом обесценивания рубля и роста его волатильности в апреле и августе 2018 г., в целях борьбы с инфляцией и снижения инфляционных рисков нельзя допускать дальнейшего роста курсовой волатильности, ощутимой дальнейшей девальвации курса рубля, а также существенного роста уже достаточно высокого уровня недооценки курса рубля по отношению к курсу по ППС (желательны снижение нынешнего уровня недооценки курса рубля относительно ППС и в целом укрепление номинального курса рубля). В этой связи представляется целесообразным внести серьезные коррективы

¹Источник: Данные Центрального банка РФ.

²Источник: Об итогах социально-экономического развития Российской Федерации в 2015 г. / Министерство экономического развития. М., 2015. С. 20.

в политику регуляторов, в том числе позволяющие бизнесу минимизировать валютные риски, снизить волатильность и повысить предсказуемость валютного курса. В частности, необходим более крепкий и стабильный курс национальной валюты (с учетом его высокой волатильности весной – летом 2018 г.).

Российские регуляторы, бизнес и банки должны предпринять комплекс мер по реализации механизма демпфирования рисков с учетом новых факторов: глобального экономического подъема; усиления финансовых санкций в отношении России; возможно-го дальнейшего ужесточения монетарной политики США; повышения волатильности и непредсказуемости на российском валютном рынке; уменьшения потенциала для реализации стратегии Carry trade.

Стабильность рубля будет способствовать увеличению интереса к нему при уменьшении заинтересованности держателей валюты (вплоть до введения специальных мер по продажам при необходимости). Напомним, что в 2000-е годы устойчивая тенденция укрепления рубля привела и к улучшению качества экономического роста: к постепенной переориентации экономики с добывающих на перерабатывающие отрасли, а также с внешнего спроса на внутренний спрос.

Таким образом, стабилизация валютного рынка, повышение доверия к рублю, расширение сферы его применения будут важными факторами для обеспечения устойчивого и долгосрочного развития и улучшения качества экономического роста в целом. В условиях сохраняющихся внешних вызовов, равно как и внутренних проблем, необходимость такой стабилизации возрастает.

Некоторые международные сравнения валютной политики

По оценкам ОЭСР, в 2017 г. курс рубля к доллару США по ППС составил 24,5 р./дол. При этом средний номинальный курс рубля достиг 58 р./дол. Это свидетельствует о том, что уровень недооценки рубля относительно ППС, хотя и был высоким (рис. 10)¹, все-таки находился на допустимом уровне (меньше 2,5 раз). По нашим оценкам, предпочтительным является курс рубля к доллару США в диапазоне 50–62 р./дол., т. е. с недооценкой на уровне 2–2,5 раза относительно ППС. Более существенное занижение курса национальной валюты относительно ППС дает ряд преимуществ, но имеет и ощутимые недостатки.

В долгосрочном плане отчетливо проявляются издержки чрезмерного занижения курса относительно ППС. В случае с курсом рубля такое занижение означало бы для российских участников затруднение импорта технологий и импортозамещения.

Международный опыт показывает, что в долгосрочном плане успешный экономический рост и социально-экономическое развитие страны отражаются в укреплении курса национальной валюты относительно курса по ППС (рис. 11–17), поэтому в длительном периоде укрепление курса рубля относительно курса по ППС практически неизбежно.

Известный пример успешного занижения номинального курса от курса по ППС – феномен «экономического чуда», но в этом случае степень недооценки, как правило, не превышала 50–60 % от курса по ППС. Например, степень недооценки очень долго составляла около 50 % в период «экономического чуда» в Греции, т. е. одной из самых быстрорастущих стран в послевоенный период. В последние десятилетия степень недооценки сначала приблизилась к нулевой отметке, но затем упала. Однако, даже несмотря на тяжелое экономическое положение Греции в последние годы, эта недооценка не превышает 35 % от ППС (рис. 11).

¹ Рисунки 10–17 построены по данным ОЭСР.

Рис. 10. Уровень недооценки/переоценки национальной валюты по ППС к доллару США в 2017 г., %

Рис. 11. Отклонение номинального валютного курса драхмы от курса по ППС к доллару США и реальный прирост ВВП Греции, %

Рис. 12. Уровень отклонения номинального валютного курса от курса по ППС к доллару США и реальный прирост ВВП Южной Кореи, %

Высокий уровень недооценки (как правило, не выше 50–60 % от курса по ППС) наблюдался в периоды наиболее быстрого и стабильного роста экономик Японии, Южной Кореи (рис. 12), Италии (рис. 3).

В то же время ряд стран успешно использовали преимущества сравнительно сильной национальной валюты:

- стимулирование импорта передовых технологий; повышение реального спроса населения и предприятий;
- усиление международной конкурентоспособности национальных инвесторов.

Так, в Италии степень недооценки номинального курса от курса по ППС, поначалу приближавшаяся к 50 %, устойчиво сокращалась в 1960–1980 гг. (рис. 13).

Рис. 13. Уровень отклонения номинального валютного курса от курса по ППС к доллару США и реальный прирост ВВП Италии, %

Можно привести примеры одновременного укрепления национальной валюты и высоких темпов прироста реального ВВП, в частности в России и Индии в 2000-е годы. Девальвация при этом нередко сопровождалась неблагоприятной экономической динамикой (например, в России в 2014–2015 гг. и Мексике в 1980-е годы). Укажем, что неоднократные девальвации в Мексике не всегда вели к высоким темпам роста экономики. Например, после девальвации 1982–1983 гг. до конца 1980-х годов темпы прироста были либо негативными, либо в несколько раз ниже того уровня, который отмечался в период, предшествовавший девальвации. При этом и девальвации бывают успешными. Один из наиболее ярких примеров успешного использования заниженного курса национальной валюты – это экономический рост Японии 1960-х годов (рис. 14). Однако

и в Японии степень недооценки не превышала 50 % и затем устойчиво снижалась на протяжении ряда десятилетий.

Рис. 14. Уровень отклонения номинального валютного курса от курса по ППС к доллару США и реальный прирост ВВП Японии, %

Определенный интерес представляет испанский опыт (рис. 15). В Испании свободная конвертируемость была введена только в 1980-е годы. Есть немало примеров, когда валютная либерализация и либерализация потоков капитала носила ограниченный характер. Отклонение номинального курса от ППС демонстрировало в Испании в целом тренд к снижению на протяжении нескольких десятилетий, несмотря на существенные колебания (отклонение курса от ППС временами приближалось к нулевой отметке).

Рис. 15. Уровень отклонения номинального валютного курса от курса по ППС к доллару США и реальный прирост ВВП Испании, %

В условиях «экономического чуда», наряду с девальвациями, на определенных этапах осуществлялись относительно успешные ревальвации (например, в Японии в начале 1970-х и в КНР – в середине 2000-х годов). Однако даже при достижении экономикой значительной зрелости в странах с высокой зависимостью от экспорта (особенно при наличии масштабных технологических цепочек, обеспечивающих высокотехнологичный профиль экспорта) излишнее укрепление курса валюты может быть фактором, стимулирующим стагнацию (Япония последних двух десятилетий).

В эпоху «экономического чуда» в КНР степень недооценки юаня относительно ППС достигала 70 % в 1990-е годы, но эти годы характеризовались недостаточно высокими темпами роста, что в 2000-е привело к пересмотру приоритетов экономической политики, в том числе к ревальвации юаня (рис. 16). В 2000-е годы Китай стал проводить политику увеличения значения внутреннего потребления как фактора экономического роста. С учетом этого изменилась и валютная политика (наряду с макроэкономической, финансовой, фискальной) [6]. После начатой в середине 2000-х годов ревальвации юаня в течение 5–6 лет наблюдались очень высокие темпы реального прироста ВВП (более 10 %). Тогда степень недооценки курса юаня по ППС к доллару США снизилась примерно до 50 %.

Рис. 16. Уровень отклонения номинального валютного курса от курса по ППС к доллару США и реальный прирост ВВП Китая, %

Используя зарубежный опыт, следует учитывать, что перед Россией стоят специфические задачи, не характерные для других стран. Это касается, в частности, импорта технологий для импортозамещения, а также поддержания доверия к рублю в рамках ЕАЭС с целью расширения его использования в международных расчетах (в чем заинтересована Россия). Указанное требует скорее сильного, нежели слабого, рубля, однако рубль периодически девальвируется (рис. 17), что снижает доверие к этой валюте, в том числе за рубежом.

Рис. 17. Уровень отклонения номинального валютного курса от курса по ППС к доллару США и реальный прирост ВВП России, %

Тем не менее в определенный период времени и в определенных пределах занижение курса рубля относительно ППС представляется целесообразным. При этом

необходимо учитывать, что (как следует из анализа статистических трендов) усиление национальной валюты относительно ППС устойчиво предшествует и создает условия для формирования условий перехода менее развитых стран на более высокую ступень развития. В длительном периоде в условиях социально-экономического прогресса неизбежно укрепление национальной валюты относительно ППС. Нынешний уровень недооценки курса рубля относительно ППС ряд экономистов практиков считают недопустимым. По мнению главы Минпромторга Д. Мантурова, оптимальным для промышленности, вовлеченной в процессы импортозамещения, является валютный курс 62 р./дол. [1] Институт экономической политики опубликовал результаты опросов, проведенных на предприятиях обрабатывающей промышленности, о предпочтительном курсе рубля¹. Согласно этим опросам, обрабатывающей промышленности в целом нужен достаточно крепкий рубль: за самый крепкий (42 р./дол.) выступает сильно зависящая от импорта фармацевтическая промышленность, но за самый слабый (61 р./дол.) – экспортоориентированные металлургические компании¹. В 2016 г. результаты аналогичного опроса 263 респондентов опубликовал Банк России: для большинства промышленных предприятий оптимальным представляется валютный курс в диапазоне от 35 до 60 р./дол.²

Сейчас регулятор не устанавливает ориентир по курсу рубля, так как в 2014 г. произошел переход к свободному плаванию рубля. Режим свободно плавающего валютного курса Банк России в настоящий момент определяет, ссылаясь на классификацию МВФ. Согласно ей в рамках режима плавающего валютного курса центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию осуществляться под влиянием рыночных факторов. При этом ЦБ оставляет за собой право покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

При фиксированных курсах требуются значительные финансовые ресурсы для поддержки курса национальной валюты [11]. С учетом этого Россия отошла от режима фиксированного курса рубля. При этом Банк России рассматривает режим свободно плавающего курса в качестве элемента инфляционного таргетирования, которое определяется Банком России как реализация денежно-кредитной политики, характеризующейся следующими принципами:

- основная цель – обеспечение ценовой стабильности;
- цель по инфляции четко обозначена и объявлена;
- основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику в условиях режима плавающего курса осуществляется через процентные ставки;
- решения принимаются на основе анализа широкого круга макроэкономических показателей и их прогноза;
- ЦБ создает четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе повышая информационную открытость.

Эти подходы не бесспорны. В частности, режим свободно плавающего курса не следует рассматривать в качестве элемента инфляционного таргетирования. Дело в том, что свободное плавание рубля препятствует стабилизации цен, что со всей очевидностью проявилось в конце 2014 г. Так, по оценкам Министерства экономического развития, вклад валютного фактора в инфляцию достиг максимального уровня в 2015 г. (свыше 50 %).

Подчеркнем, что недостаточное внимание регуляторов к такому фактору, как курс рубля, может привести не только к росту инфляции, но и негативно отразиться на

¹Мониторинг экономической ситуации в России / Институт Гайдара. Май 2018. № 10. С. 71.

²О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки / Центральный банк РФ. Май 2016. № 6.

экономике в целом. При этом Минфин РФ, вопреки формально существующему свободному плаванию рубля, планирует потратить 1,8–2 трлн р. в 2018 г. на операции по закупке валюты. Указанные операции активно проводились в первой половине 2018 г. (по официальной версии – для пополнения золотовалютных резервов РФ). После некоторого перерыва, связанного с обвалом курса рубля, закупки продолжились.

Общая сумма, планируемая Банком России для закупки валюты для Министерства финансов с 7 августа до 6 сентября 2018 г., превышала 380 млрд р. Однако в начале третьей декады августа 2018 г. курс евро превысил 79 р., доллар торговался выше 68 р. С учетом этого Банк России 23 августа принял решение не покупать иностранную валюту на внутреннем рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила (с 23 августа 2018 г. до конца сентября 2018 г.). Несмотря на то, что для поддержки курса рубля и доверия к этой валюте необходимы согласованные действия регуляторов, 23 августа Министерство финансов заявило, что выполнение плана закупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила продолжится.

Рост инфляционных рисков, связанных в том числе с увеличившейся в апреле и августе 2018 г. волатильностью курса рубля и другими событиями (в первую очередь, планируемым ростом НДС с 18 до 20 % в 2019 г.), усиливают инфляционные риски. Комплекс антиинфляционных мер при их правильной балансировке может дать положительный результат, в том числе регуляторы могли бы:

- отказаться от противодействия укреплению курса рубля;
- выработать четкие и прогнозируемые ориентиры по курсу рубля;
- оказывать поддержку курсу рубля, вплоть до введения обязательной продажи экспортными валютной выручки;
- стимулировать импортозамещение в промышленности и сельском хозяйстве;
- сдерживать увеличение цен на нефтепродукты и газ на внутреннем рынке;
- стимулировать инвестиционную активность и конкуренцию.

Заключение

Наблюдаемое в августе–сентябре 2018 г. занижение номинального курса рубля относительно ППС почти в три раза в ближайшем будущем может иметь негативные последствия для экономики РФ, в первую очередь затруднить импорт иностранных технологий для промышленности, создать новые инфляционные риски.

Чтобы рублевое пространство было стабильным и создавало комфортную инвестиционную среду, необходимо принять меры (информационно-разъяснительные, регулятивные и др.), направленные на повышение доверия всех участников рынка к рублю. Регуляторам нужно более четко обозначать свои курсовые предпочтения и информировать о возможностях установления курса рубля, которыми они располагают. В частности, очень важно осознание рынком того, что размеры золотовалютных резервов России позволяют относить рубль к категории обеспеченных валют.

Если объем валютных резервов сократится до пределов, представляющих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль, можно на определенное время вернуться к практике обязательной продажи части валютной выручки. Возможно также использование нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, которые будут способствовать уменьшению спекулятивного спроса на валютном рынке. При стабилизации ситуации данные требования могут быть вновь ослаблены или отменены.

Целесообразным представляется курс около 50–62 р./дол., недооценка не должна быть 2–2,5-кратной относительно паритета покупательной способности. Это иллюстрируется как рядом международных сопоставлений, так и социологическим исследованием российских промпредприятий.

С точки зрения валютной стратегии представляется, что политика Банка России могла бы предусмотреть постепенный переход от режима плавающего валютного курса к режиму управляемого плавания, в том числе поддержку курса рубля регуляторами путем валютных интервенций. Для ограничения возможного роста спекулятивных операций регуляторам необходимо использовать широкий набор инструментов, делающих такие операции невыгодными для участников рынка. Объемы валютных спекуляций можно было бы ограничивать такими инструментами, как более низкая валютная позиция для банков, уменьшение кредитного рычага, налог Тобина.

Поддержка курса рубля регуляторами путем валютных и вербальных интервенций способствовала бы повышению доверия к рублю (в том числе в рамках ЕАЭС) и стабилизации финансового состояния организаций в целом.

Источники

1. Зубков И. В. Мантуров назвал оптимальный курс рубля для импортозамещения // Российская газета. 2017. 9 июня.
2. Регулирование инфляции в условиях социально-экономических дисбалансов / отв. ред. А. В. Кузнецов. М.: ИМЭМО РАН, 2017. 327 с.
3. Пителин А. К. О немонетарных факторах инфляции // Экономика и математические методы. 2015. №1. С. 45–67.
4. Фридмен М. Если бы деньги заговорили ... М.: Дело, 2001. 160 с.
5. Boyer R., Bénassy J.-P., Gelpy R.-M. Régulation des économies capitalistes et inflation // Revue économique. 1979. No. 3. P. 349–441.
6. Goldstein M., Lardy N. Debating China's exchange rate policy. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2008.
7. Kravis B., Lipsey R. E. The international comparison program: Current status and problems // NBER Working paper. No. 3304. March 1990.
8. Mischkin F. Inflation dynamics // NBER Working paper. No. 13147. June 2007. P. 11–15.
9. Nelson E. Milton Friedman and U. S. monetary history: 1961–2006 // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2007. May/June. 171 p.
10. Romer D., Advanced Macroeconomics. N.Y.: McGraw-Hill, 2012.
11. Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates // Journal of Economic Perspectives. 1995. No. 9 (Fall). P. 73–96.

Mikhail V. Yershov, Dr. Sc. (Econ.), Director of the Center for Monetary Policy and Financial Markets
Phone: +7 (495) 787-74-52
e-mail: astanasova@fa.ru

Anna S. Tanasova, Cand. Sc. (Econ.), Vice-Director of the Center for Monetary Policy and Financial Markets
Phone: +7 (495) 787-74-52
e-mail: astanasova@fa.ru

Viktor Yu. Tatusov, Cand. Sc. (Econ.), PhD in Economics (Sorbonne), Lead Researcher of the Center for Monetary Policy and Financial Markets
Phone: +7 (495) 787-74-52
e-mail: astanasova@fa.ru

Financial University under the Government of the Russian Federation
49, Leningradskiy Ave., Moscow, 125993, Russia

Financial University under the Government of the Russian Federation
49, Leningradskiy Ave., Moscow, 125993, Russia

Financial University under the Government of the Russian Federation
49, Leningradskiy Ave., Moscow, 125993, Russia

The ruble exchange rate: What is the preferable level?

Abstract. The sanctions against Russia enforced by the USA in 2018 have increased the relevance of the issues related to the preferable ruble exchange rate, which could accelerate national economic growth and improve its qualitative characteristics. The paper researchers the problems of the Russian ruble transition to free floating and inflation targeting and a subsequent increase in volatility of its exchange rate. Methodologically the paper relies on fundamental propositions of macroeconomics and the theory of inflation. Statistical methods are used. The authors review the approaches to forming strategic reference points for currency exchange rates in a number of countries, reveal methodological, and applied bases for determining rational limits of the ruble exchange rate. The authors develop a theoretical approach to inflation as a multi-factor phenomenon and justify the preferable deviation of the nominal ruble exchange rate from the purchasing power parity ruble exchange rate. These conclusions are made on the basis of the analysis of the Russian inflation and the role of the exchange rate factor in pricing. The suggested approaches to the problem studied will allow determining the directions for improvement of the exchange rate policy. The authors argue that making the ruble space more stable appears to be crucial for creation of the comfortable investment environment and elaborate on the measures targeted at stabilisation of the ruble exchange rate.

Keywords: economic growth; currency exchange rate; purchasing power parity; exchange rate regime; inflation targeting; exchange rate volatility.

References:

1. Zubkov I. V. Manturov nazval optimal'nyy kurs rublya dlya importozameshcheniya [Manturov pointed to the optimal ruble exchange rate for import substitution]. *Rossiyskaya gazeta – Rossiyskaya gazeta*, Jun 9, 2017.
2. Kuznetsov A. V. *Regulirovanie inflyatsii v usloviyakh sotsial'no-ekonomicheskikh disbalansov* [Regulation of inflation in the context of socioeconomic imbalances]. Moscow: Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, 2017.
3. Pitelin A. K. O nemonetarnykh faktorakh inflyatsii [On non-monetary factors in inflation]. *Ekonomika i matematicheskie metody – Economics and Mathematical Methods*, 2015, no. 1, pp. 45–67.
4. Friedman M. *Esli by den'gi zagovorili...* [If money could talk ...]. Moscow: Delo Publ., 2001.
5. Boyer R., Bénassy J.-P., Gelpy R.-M. Régulation des économies capitalistes et inflation. *Revue économique*, 1979, no. 3, pp. 349–441.
6. Goldstein M., Lardy N. *Debating China's exchange rate policy*. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2008.
7. Kravis B., Lipsey R. E. The international comparison program: Current status and problems. *NBER Working Paper no. 3304*, Mar 1990.
8. Mischkin F. Inflation Dynamics. *NBER Working Paper no. 13147*, Jun 2007.
9. Nelson E., Milton Friedman and U.S. Monetary History: 1961–2006. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2007, May/June.
10. Romer D. *Advanced macroeconomics*. N.Y.: McGraw-Hill, 2012.
11. Obstfeld M., Rogoff K. The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, 1995, no. 9 (Fall), pp. 73–96.

Ссылка для цитирования: Ершов М. В., Танасова А. С., Татузов В. Ю. Об ориентирах по курсу рубля: какой уровень предпочтительнее? // Известия Уральского государственного экономического университета. 2018. Т. 19, № 6. С. 16–32. DOI: 10.29141/2073-1019-2018-19-6-2

For citation: Yershov M. V., Tanasova A. S., Tatusov V. Yu. Ob orientirakh po kursu rublya: kakoy uroven' predpochtitel'nee? [The ruble exchange rate: What is the preferable level?]. *Izvestiya Uralskogo gosudarstvenno-ekonomicheskogo universiteta – Journal of the Ural State University of Economics*, 2018, vol. 19, no. 6, pp. 16–32. DOI: 10.29141/2073-1019-2018-19-6-2