

К вопросу о причинах и последствиях беспрецедентного роста курса рубля

© 2013 Поляков Егор Николаевич

Московский государственный университет технологий и управления

E-mail: oet2004@yandex.ru

Статья посвящена анализу динамики реального курса рубля в последнее десятилетие. Проанализированы причины роста реального курса рубля, дана оценка соответствия курса рубля равновесному уровню. Автор презентует результаты эмпирического анализа влияния реального курса рубля на динамику импорта и экспорта, а также результаты эмпирического анализа зависимости между производительностью труда в промышленности и REER на выборке из 20 стран.

Ключевые слова: монетарная политика, реальный курс рубля, промышленная политика.

Ежегодно Центральный банк в Основных направлениях денежно-кредитной политики устанавливает цели денежно-кредитной политики. В период с 2003 по 2011 г. эти цели декларировались следующим образом:

2. Целевые значения инфляции не достигались (за исключением 2011 г.), и это не удивительно, учитывая, что целевые значения денежной массы никогда не соответствовали целевым значениям инфляции.

2003	Основная цель политики ЦБ - сдерживание инфляции (диапазон целевых значений 10-12 %); пределы роста REER установлены в 4-6 %; целевой диапазон ставок по кредитам овернайт - 6-10 %; целевые значения прироста M0 (19-25 %)
2004	Основная цель политики ЦБ - сдерживание инфляции (диапазон целевых значений 8-10 %); пределы роста REER установлены в 7 %; целевые значения прироста M2 (19-25 %)
2005	Основная цель политики ЦБ - сдерживание инфляции (диапазон целевых значений 7,5-8,5 %); пределы роста REER установлены в 8%; также установлены целевые значения прироста M0 (19-28 %) и M2 (20-24 %)
2006	Основная цель политики ЦБ - сдерживание инфляции (диапазон целевых значений 7,5-8 %); пределы роста REER установлены в 9%; также установлены целевые значения прироста M0 (17-23 %) и M2 (19-21 %)
2007	Основная цель политики ЦБ - сдерживание инфляции (диапазон целевых значений 6,5-8 %); пределы роста REER установлены в 10%; также установлены целевые значения прироста M2 (19-29 %) и M0 (16-24 %)
2008	Основная цель политики ЦБ - сдерживание инфляции (диапазон целевых значений 6-7 %); пределы роста REER установлены в 10 %, также установлены целевые значения прироста M2 (24-30 %) и M0 (18-24 %)
2009	Основная цель политики ЦБ - сдерживание инфляции (диапазон целевых значений 7-8,5 %); REER впервые не таргетируется; также установлены целевые значения прироста M2 (19-28 %) и M0 (14-22 %)
2010	ЦБ перешел к политике инфляционного таргетирования (диапазон целевых значений 9-10 %); REER не таргетируется; также установлены целевые значения прироста M2 (8-18 %) и M0 (14-22 %)
2011	ЦБ проводит политику инфляционного таргетирования (диапазон целевых значений 6-7 %); REER не таргетируется; также установлены целевые значения прироста M2 (11-23 %)
2012	ЦБ проводит политику инфляционного таргетирования (диапазон целевых значений 5-6 %); REER не таргетируется; установлены целевые значения прироста M2 (12-20 %); впервые установлены целевые значения объема кредитования банковского сектора

Можно сделать несколько выводов:

1. Не таргетировался и не таргетируется ни один из таких важных показателей, как:

- объем кредитования реального сектора банковским сектором;
- процентные ставки по кредитам для различных групп заемщиков;
- процентные ставки на межбанковском рынке;
- сальдо финансового счета платежного баланса.

3. ЦБ каждый год (до 2009 г.) предусматривал существенный рост REER, а с 2010 г. перестал его таргетировать. Целевые значения REER, так же как и инфляции, не достигались (кроме 2007 и 2008 гг.).

Результаты денежно-кредитной политики за период с 2000 по 2012 г.

На протяжении всего анализируемого периода денежно-кредитная политика была чрезвычайно мягкой (инфляция очень высокой, про-

центные ставки на межбанковском рынке отрицательными), что объясняется высокими темпами роста денежной массы:

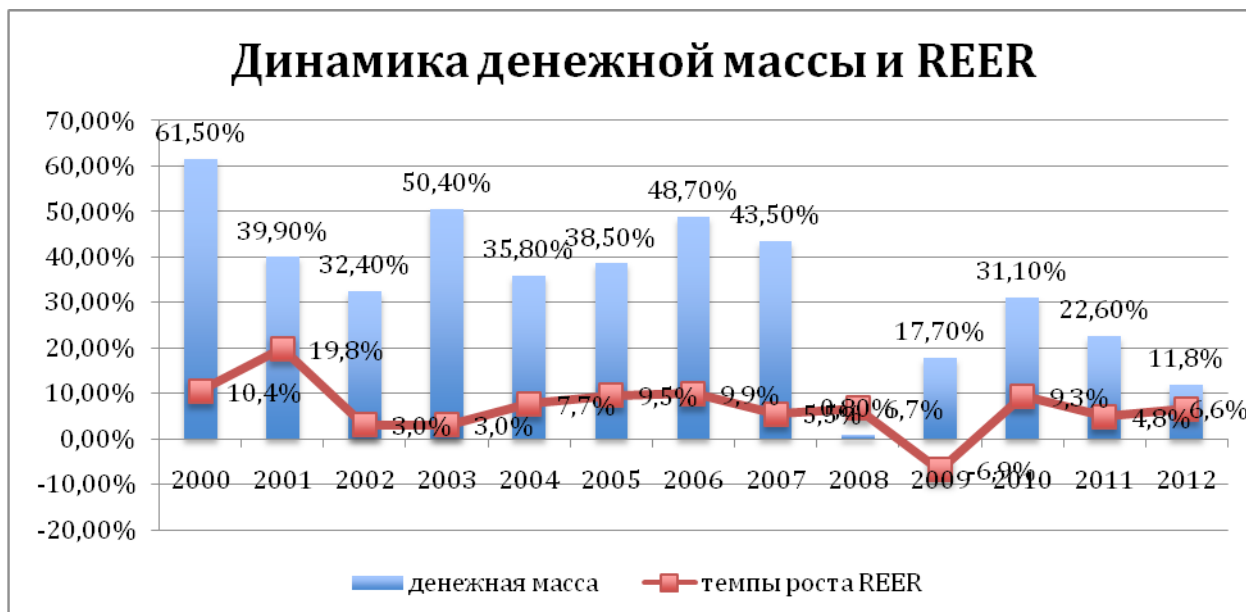
Год	СРІ (декабрь к декабрю)	Дефлятор ВВП
2000	120,2	137,7
2001	118,6	116,5
2002	115,1	115,5
2003	112,0	113,8
2004	111,7	120,3
2005	110,9	119,3
2006	109,0	115,2
2007	111,9	113,8
2008	113,3	118,0
2009	108,8	101,9
2010	108,8	111,4
2011	106,1	115,8
2012	106,5	108,0

Год	Отток капитала, млрд долл.	Отток капитала, % ВВП
2011	-149,6	-9,7
2010	-86,5	-5,8
2009	-88,3	-7,2
2008	-194,4	-11,7
2007	36,9	2,8
2006	-75,4	-7,6
2005	-83,9	-11,0
2004	-60,4	-10,2
2003	-38,4	-8,9
2002	-38,1	-11,0
2001	-32,0	-10,4
2000	-25,9	-10,0

• к росту внешнего долга частного сектора*.

Причины динамики REER

С конца 1999 по конец 2011 г. реальный эффективный курс рубля вырос в 2,19 раза:



Среди стран G-20 более высокие, чем в РФ, темпы инфляции в первом десятилетии XXI в. имела только Турция.

Далее мы покажем, что высочайшие темпы роста REER (2,19 раза с конца 1999 по конец 2011 г.) были обусловлены той же самой причиной - высокими темпами роста денежной массы. Рост REER, в свою очередь, привел:

- к неудовлетворительным темпам роста и высокому спаду во время кризиса в обрабатывающем секторе;
- к оттоку капитала из страны в размере от 6 до 12 % ВВП в год:

Ни одна страна в мире из числа стран, в отношении которых Всемирный банк считает динамику реального эффективного курса национальной валюты, не имела такого фантастического роста в этот период времени. В истории

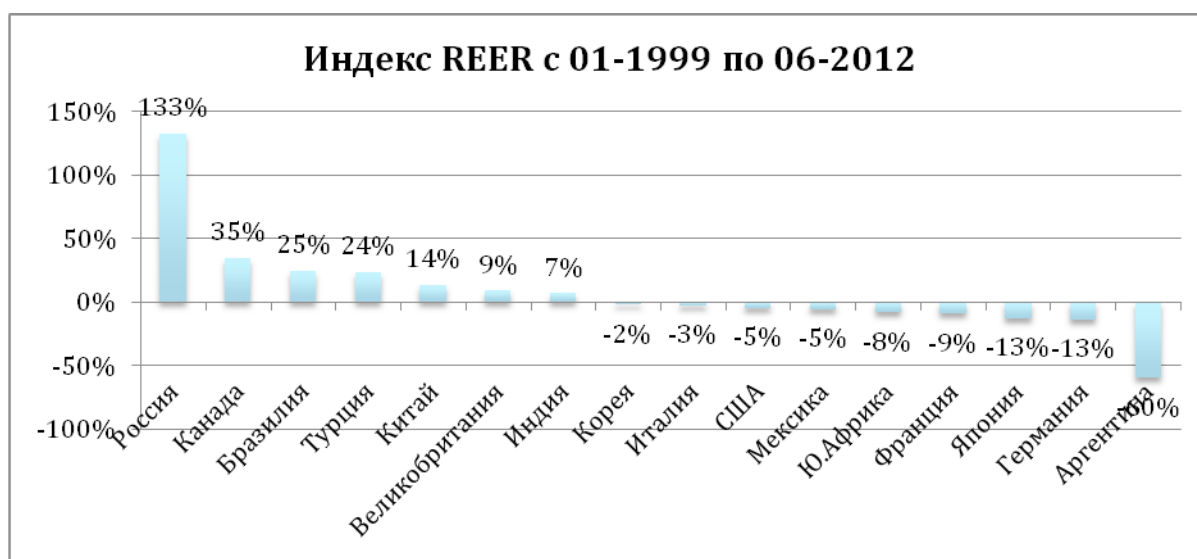
* Размер внешнего долга частного сектора РФ один из самых высоких в мире - 338 млрд долл. на конец 2011 г., что составляет 33,6 % от общего объема долга. Обремененность внешним долгом частного сектора стала одной из ключевых причин катастрофического падения ВВП во время кризиса 2008-2009 гг. (8,3 %) - самый высокий показатель среди стран G-20.

вообще не очень много примеров такого рода в силу того, что национальные правительства, как правило, делают все возможное для воспрепятствования укреплению курса национальной валюты. Во второй половине XX в. есть 3 примера сопоставимого роста реального курса национальной валюты:

- 1) Венесуэла (1990–2001 гг., рост в 2,32 раза);
- 2) Литва (1994–2008 гг., рост в 3,32 раза);
- 3) Эстония (1994–2008 гг., рост в 2,3 раза)*.

Для сравнения, в Голландии рост реального эффективного курса гульдена с 1970 по 1985 г. составил только 25 %, что тем не менее имело настолько серьезные последствия для обрабатывающего сектора, что в 1982 г. было описано в виде модели и получило название голландской болезни.

Необходимо сказать о том, что для большинства развивающихся стран таргетирование реального курса национальной валюты является не менее важной задачей денежно-кредитной политики, нежели таргетирование инфляции и процентных ставок. Самый яркий пример тому Китай, который с 2000 г. проводит политику, препятствующую укреплению курса юаня, несмотря на двойное положительное сальдо платежного баланса. Считается, что курс юаня существенно занижен относительно равновесного уровня*. Именно благодаря Китаю появилось и стало популярным понятие конкурентной девальвации. С 2009 г. конкурентная девальвация является самой обсуждаемой экономистами темой. Политику, препятствующую укреплению курса национальной валюты, проводят практи-



В качестве примера приведем индекс реального эффективного курса национальной валюты для стран G-20 за тот же самый период времени (1999–2011 гг.):

В действительности Россию не очень корректно сравнивать со странами G-20. Корректно будет ее сравнивать со странами, имевшими в указанный промежуток времени схожий (относительно ВВП) профицит платежного баланса. В указанный период времени (1999–2011) сопоставимый (относительно ВВП) профицит платежного баланса имели несколько стран: Китай, Малайзия, Сингапур, Гонконг, Саудовская Аравия, Норвегия. Ни одна из этих стран не допустила укрепления курса национальной валюты более чем на 12 %.

* В 2008 г. и для Эстонии, и для Литвы политика неконтролируемого укрепления реального курса валюты закончилась экономической катастрофой. Примеры этих двух стран уже вошли в учебники по макроэкономике.

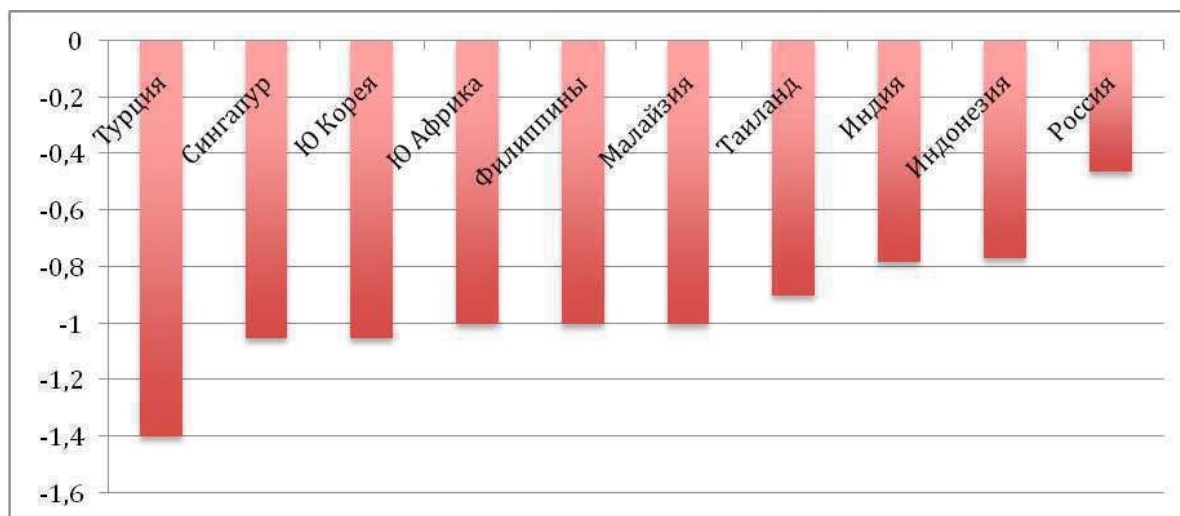
чески все крупные страны Юго-Восточной Азии: Сингапур, Корея, Тайвань, Малайзия, Гонконг, Таиланд, Индонезия, Филиппины, а также Аргентина. Из числа стран G-20 США, Япония, Великобритания, Европа (ЕЦБ), Бразилия, Турция проводят активную политику, направленную на снижение реального курса национальной валюты. Поскольку такая политика влечет серьезные риски для глобальной экономики в целом, конкурентная девальвация стала предметом обсуждения на саммите G-20 в Сеуле в 2010 г. Россия не приняла участия в обсуждении этого вопроса.

Каким образом Китай, Малайзия, Сингапур и Гонконг обеспечивают стабильность курса национальной валюты при столь существенном профиците платежного баланса? И почему ЦБ РФ не удастся решить аналогичную задачу? По-

* Существует порядка 20 исследований равновесного значения курса юаня, дающих количественную оценку этому тезису.

казатель, который дает ответ на этот вопрос, - коэффициент стерилизации.

На диаграмме показан коэффициент стерилизации за период с 2002 по 2007 г. для крупнейших экономик, имеющих профицит платежного баланса (кроме Китая):



Иными словами, в период с 2000 по конец 2012 г. ЦБ РФ растил денежную массу темпами, существенно превышающими таргетируемый уровень инфляции, плюс экономический рост. Рост в период с 2000 по 2011 г. составлял ежегодно от 20 до 60 %. Для сравнения в Китае рост денежной массы каждый год в период с 2000 по 2011 г. составлял около 15 % (5 % - таргетируемый уровень инфляции + 10 % - таргетируемый уровень роста ВВП). Высокий уровень инфляции и высокие темпы роста REER являются прямым следствием политики частичной стерилизации.

Основная проблема, возникающая при проведении политики стерилизации, заключается в росте процентных ставок. Когда процентные ставки внутри страны превышают процентные ставки на международных рынках, это, во-первых, провоцирует приток капитала (данная проблема решается достаточно легко), во-вторых, требует существенных расходов на стерилизацию*. Но в РФ в анализируемый период такой проблемы не возникало. Процентные ставки были экстремально низкими:

Страна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
РФ	-9,6	1,2	0,2	-0,7	-7,3	-7,2	-4,1	-3,3	-4,9	13	-0,7	-6,4
Китай	3,7	3,7	4,7	2,6	-1,2	1,6	2,2	-0,1	-2,3	5,9	-0,8	-1
Малайзия	-1,1	8,8	3,3	2,9	0	1,3	2,5	1,4	-3,9	12,9	-0,1	-0,9
Сингапур	2,1	8	6,3	6,9	0,9	3,2	3,3	-0,8	14,1	5,4	-2,9	4,9
Филиппины	4,9	6,5	4,8	6,1	4,3	4,1	4,6	5,4	1,1	5,6	3,3	2,3

* Центробанк размещает резервы в иностранные активы с меньшей доходностью, нежели доходность по его собственным облигациям.

И обязательные резервы коммерческих банков находились на очень низком уровне. Следует также отметить, что ЦБ ни в одном из своих отчетов “Основные направления денежно-кредитной политики” не обращал внимания

на сложности со стерилизацией избыточной ликвидности.

Справедливости ради надо сказать, что политика частичной стерилизации позволила существенно повысить уровень реальных доходов населения, но одновременно подорвала конкурентоспособность обрабатывающего сектора. Вероятно, она была оправдана в начале 2000-х в силу исключительно низкого уровня реальных доходов населения, но явно исчерпала себя в середине 2000-х.

Оценка равновесного значения курса рубля

В связи с феноменальным ростом курса рубля уместно задать вопрос о том, насколько курс рубля сегодня соответствует оптимальному уровню, отвечающему интересам РФ. Есть основания полагать, что курс рубля в настоящее время серьезно завышен. Таких оснований два:

1) отток капитала из страны;

2) негативная динамика сальдо текущего счета без учета выручки от продажи углеводородов:

Год	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Сальдо текущего счета без учета углеводородов, %	-11,6	-8,8	-8,0	-9,3	-8,2	-6,6	-5,8	-4,6	-5,7	-5,7	-4,3	0,3

За счет увеличения доли импорта в структуре ВВП в 2010 г. ВВП РФ сократился на 4,7 %, в 2011 г. - на 5,2 %.

Кроме того, простейший анализ зависимости между REER и производительностью труда у разных стран* (прил. 1) позволяет сделать вывод о том, что курс рубля завышен. К примеру, на конец 2011 г. производительность труда в РФ составляла 36,4 % от производительности труда в США (31,5 % без учета добывающей отрасли). Уровень цен в РФ составляет 72 % от уровня цен в США**. Необходимым условием конкурентоспособности экономики РФ относительно экономики США является паритет этих показателей***. Поскольку основным фактором производства является труд, стоимость жизни в РФ должна быть ниже стоимости жизни в США на столько же, на сколько ниже производительность труда. Из соотношения значений этих двух показателей следует, что курс рубля завышен относительно доллара США почти в 2 раза.

Для оценки равновесного уровня национальной валюты на практике используются два подхода:

1. В основе первого подхода находится эффект Баласса - Самуэльсона. Суть подхода в моделировании зависимости между производительностью труда и REER.

2. В основе второго подхода лежит концепция фундаментального эффективного курса валюты (FEER) (John Williamson, 1983). Модель не используется для оценки равновесности курсов валют стран, в структуре экспорта которых преобладают углеводороды, поскольку чувствительна к таргетируемой величине профицита (дефицита) текущего счета.

Построим модель, аппроксимирующую зависимость между производительностью труда и REER на выборке из 44 стран (прил. 2). Коэффициент детерминации составляет 0,54 (экспоненциальная зависимость), что подтверждает вывод Баласса - Самуэльсона о наличии зависимости. Россия на графике находится на линии тренда, из чего можно сделать вывод о том, что курс рубля соответствует равновесному. Однако

* Эффект Баласса - Самуэльсона говорит нам о том, что между этими показателями существует прямо пропорциональная зависимость.

** Это означает, что один и тот же набор товаров и услуг можно приобрести в США и РФ за 1 долл. и 21 руб., соответственно

*** Такой паритет был достигнут в конце 2003 г.

нужно понимать, что большинство стран, входящих в выборку, европейские. Традиционно европейские страны имеют очень дорогую валюту, основа их конкурентоспособности в другом - в развитой рыночной инфраструктуре. Дело в том, что соотношение "производительность труда - REER" является не единственным критерием конкурентоспособности экономики. Множество других показателей, входящих в global competitiveness report index, в совокупности являются более значимыми. Россия по абсолютному большинству показателей, входящих в индекс, выступает аутсайдером, что можно компенсировать только более низким курсом REER. Поэтому близкое к равновесному значение REER в этой выборке стран не является успехом. Скорее, это позволяет сделать вывод о том, что российский REER серьезно завышен.

В прил. 2 приведен рейтинг конкурентоспособности стран, в основу которого положена средняя производительность труда по ППС. В рейтинг включены страны ОЭСР и наиболее значимые развивающиеся страны. Россия в этом рейтинге находится на 37-м месте из 45 стран, т.е. является одним из аутсайдеров. Нас в первую очередь интересует сравнение России с иными развивающимися странами. Из рейтинга видно, что абсолютным аутсайдером среди развивающихся стран по уровню внутренних цен является Бразилия. Также видна группа стран, которые проводят успешную политику, направленную на сдерживание роста курса национальной валюты, - Гонконг, Сингапур, Малайзия, Китай, Южная Корея, Таиланд, Турция, Аргентина.

Из рейтинга также понятно, что не низкий реальный курс юаня является причиной высокой конкурентоспособности Китая, но чрезвычайно дешевая рабочая сила, что обусловлено отчасти относительно низким курсом юаня, но в первую очередь ее неисчерпаемыми ресурсами.

Еще одним показателем, характеризующим уровень курса национальной валюты, является доля торгуемых секторов в ВВП. Самая большая группа торгуемых секторов - промышленное производство (ISIC divisions 15-37). Страны, проводящие политику дорогой валюты, в течение долгого периода времени имеют низкую долю торгуемых секторов в ВВП. Проверим этот тезис. Считается, что политику дорогой валюты проводят традиционно левые европейские страны (Франция, Италия, Испания), а дешевой - страны ЮВА (Малайзия, Таиланд, Китай, Южная

Корея, Индонезия). Доля промышленности в ВВП этих стран следующая: Франция - 11 %, Италия - 17 %, Испания - 13 %, Малайзия - 26 %, Китай - 32 %, Южная Корея - 31 %, Таиланд - 36 %, Индонезия - 25 %. У РФ доля промышленности в ВВП составляет 16 % и имеет тенденцию к сокращению.

Еще одним показателем, характеризующим уровень курса национальной валюты, является соотношение производительности труда и стоимости труда в торгуемых секторах. Проанализируем это соотношение на примере опять же промышленного производства (см. таблицу).

Показатели производительности труда в промышленном производстве (разделы ISIC 15-37) и затрат на оплату труда в промышленном производстве*

		Производительность труда	Стоимость труда	Отношение
1	Болгария	7	3,8	1,84
2	Чехия	22	14	1,57
3	Германия	57	47,2	1,21
4	Ирландия	163	49,2	3,31
5	Испания	48	35,1	1,37
6	Италия	43	35,8	1,20
7	Венгрия	23	11,7	1,97
8	Польша	19	9,5	2,00
9	Румыния	10	5,4	1,85
10	Словения	26	19,5	1,33
11	Словакия	17	12,3	1,38
12	Великобритания	56	34,3	1,63
13	США	74,4	34,64	2,15
14	Канада	49,5	35,67	1,39
15	Австралия	54,52	40,6	1,34
16	Китай	5,18	1,46	3,55
17	Япония	47,6	31,99	1,49
18	Южная Корея	34,7	16,62	2,09
19	Тайвань	19,8	8,36	2,37
20	Россия	256	145	1,77

* Позиции 1-27 (источник Eurostat, 2009 г., EUR 1000 на 1 работника), позиции 28-34 (источник BLS, 2010 год (кроме Китая - 2008 г.), долл./ч), позиция 35 (источник Росстат, 2010 г., руб./ч).

У большинства стран Западной Европы указанное соотношение находится в диапазоне 1,3-1,6, у стран Восточной Европы - 1,3-2. У стран ЮВА и США - больше 2. Лидерами являются страны, агрессивно проводящие политику индустриализации: Китай и Ирландия - 3,5 и 3,3, соответственно. Россия с показателем 1,77 находится в середине списка стран Восточной Европы.

Тот факт, что курс рубля завышен, в западной периодике не отрицается. Согласно отчету, опубликованному инвестиционным банком Barclays Capital в июне 2011 г., рубль на тот момент был переоценен на 15 % и являлся одной из самых переоцененных валют в мире.

Выводы

1. Уровень цен внутри страны (и соответственно уровень реального курса национальной валюты) является важнейшим фактором конкурентоспособности. Наш простейший анализ подтверждает этот вывод. Коэффициент корреляции между стоимостью труда в промышленном производстве и REER соответствующей страны на выборке из 40 стран составляет 0,87. Соответственно, реальный курс национальной валюты - это один из важнейших инструментов экономической политики. Данный инструмент используют все быстрорастущие экономики.

2. Завышение курса национальной валюты относительно равновесного уровня является крайне губительным для экономики страны (Easterly, 2005). Менее общепризнанным, но также широко распространенным является тезис о том, что заниженный курс национальной валюты является необходимым условием для быстрого экономического роста (Rodrick, 2008).

3. Прямым следствием роста реального курса рубля на протяжении 12 лет стал рост внешнего долга частного сектора, поскольку в ситуации перманентного роста курса рубля заимствовать объективно выгоднее в иностранной валюте. В результате огромный внешний долг привел

к катастрофическим последствиям во время кризиса 2008–2009 гг.

4. В зарубежной периодике часто можно столкнуться с тезисом о том, что истинной причиной продолжающегося роста курса рубля является заинтересованность в росте курса рубля крупнейших отечественных компаний (в основном экспортеров углеводородов), исторически предпочитающих заимствовать за рубежом. В силу наличия крупной задолженности в иностранной валюте такие компании прямо заинтересованы в укреплении курса рубля.

5. Рост курса национальной валюты для развивающейся страны в силу эффекта Баласа - Самуэльсона является нормой. Сдерживание роста курса национальной валюты - это также обычная практика для стран, заботящихся об уровне конкурентоспособности. Россия тоже пытается сдерживать рост курса рубля. **Но Россия является сегодня единственной страной из G-20, у которой не получается контролировать REER.** Тезис о том, что сдержи-

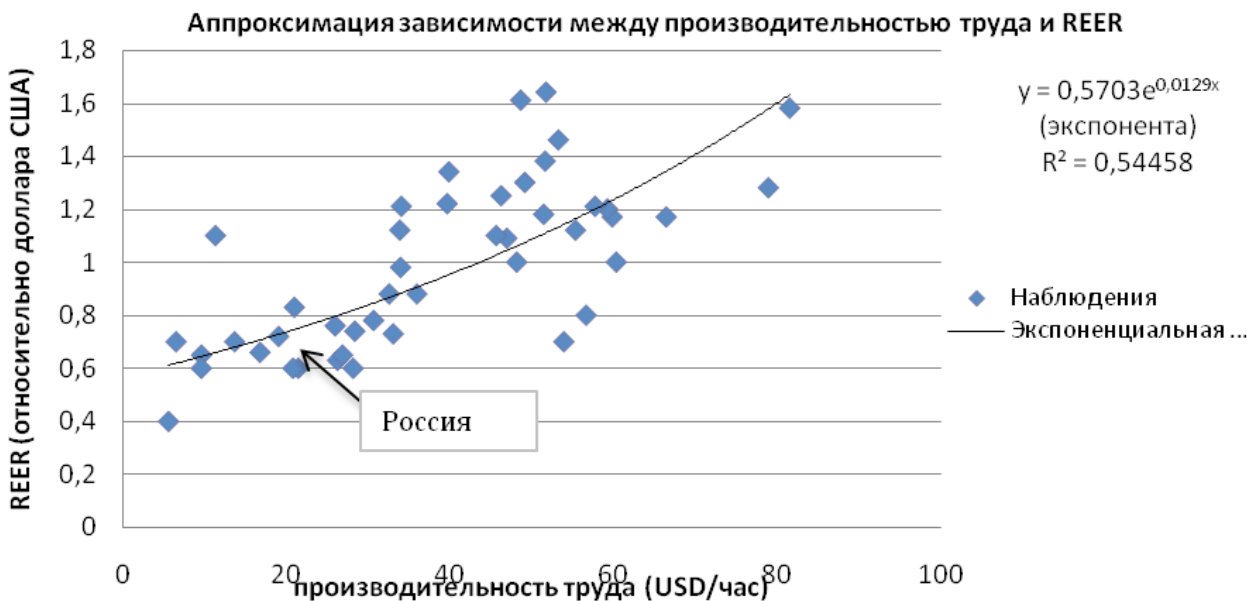
вать рост REER невозможно в силу высокого профицита платежного баланса, является ложным, что мы доказываем на примере сразу четырех стран.

6. Полагаем, что курс рубля на сегодня серьезно завышен. При равновесном курсе рубля сальдо финансового счета платежного баланса должно быть нулевым, а дефицит текущего счета без учета доходов от экспорта углеводородов - минимален (1-2 % ВВП).

7. Сделать вывод о том, что курс валюты завышен или занижен, чрезвычайно сложно, универсальной методологии для этого нет. Но бесспорен тот факт, что курс валюты является важнейшим фактором конкурентоспособности экономики. Страны, проводящие амбициозную экономическую политику, его агрессивно сокращают (США, Ирландия, Япония, Германия), или поддерживают на низком уровне (страны ЮВА). Традиционно левые страны, а также страны, не имеющие осмысленной экономической политики, не сдерживают рост REER.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1



Рейтинг конкурентоспособности стран

№ п/п	Страна	Отношение курса нац. валюты по ППС к обменному курсу	Производительность труда, долл./ч	Стоимость одного часа труда в пром. производстве, долл., 2010 (BLS)	Производительность труда по ППС, долл./ч
1	Гонконг	0,70	53,9	н/д	76,98
4	США	1,00	60,3	34,64	60,30
5	Ирландия	1,17	66,4	36,3	56,91
8	Германия	1,12	55,3	43,76	49,59
10	Испания	1,00	48,1	26,6	48,32
11	Франция	1,21	57,7	40,55	47,60
15	Великобритания	1,09	46,9	29,44	43,17
17	Польша	0,63	26,2	8,01	41,46
21	Корея	0,74	28,3	16,62	38,18
24	Канада	1,25	46,2	35,67	37,09
27	Аргентина	0,6	21,4	12,66	35,65
33	Австралия	1,61	48,6	40,6	30,21
34	Израиль	1,12	33,8	20,12	30,08
35	Япония	1,34	39,8	31,99	29,73
37	Россия	0,72	19,0*	9,1	26,20
38	Мексика	0,66	16,7	6,23	25,34
41	Китай	0,65	9,5	1,46	15,91
43	Индия	0,40	5,5	н/д	13,79
44	Бразилия	1,10	11,2	10,08	10,22

* Производительность труда в РФ взята без учета добывающего сектора (с учетом добывающего сектора производительность труда составляет 22 долл./ч).

1. Easterly, National Policies and Economic Growth: A Reappraisal. 2005.

2. Cline W., Williamson J. New estimates of fundamental equilibrium exchange rates. 2008.

3. Rodrick D. The Real Exchange Rate and Economic Growth. 2008.

4. Sekkat K. Exchange rate undervaluation, financial development and growth. 2012.

5. Williamson J. The Exchange Rate System // Policy Analyses in International Economics. 1983.

6. Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies / Lee Jaewoo [et al.] // IMF Occasional Paper. 2008. □ 261 (April).

7. Cline W., Williamson J. Estimates of fundamental equilibrium exchange rate. May, 2011.

Поступила в редакцию 06.02.2013 г.