

Есть ли перспективы у укрепления рубля?

О.Осипова, ведущий эксперт «Центра развития», к.э.н.

Тезисы доклада на конференции ВШЭ, апрель 2005

Выступление подготовлено по материалам «Центра развития»

Укрепление рубля в ближайшей перспективе является столь же очевидным, сколь и противоречивым. Основной вопрос состоит в том, на сколько может укрепиться рубль и сколь долго может продолжаться этот процесс.

Среди факторов, способствующих укреплению рубля в настоящее время можно выделить:

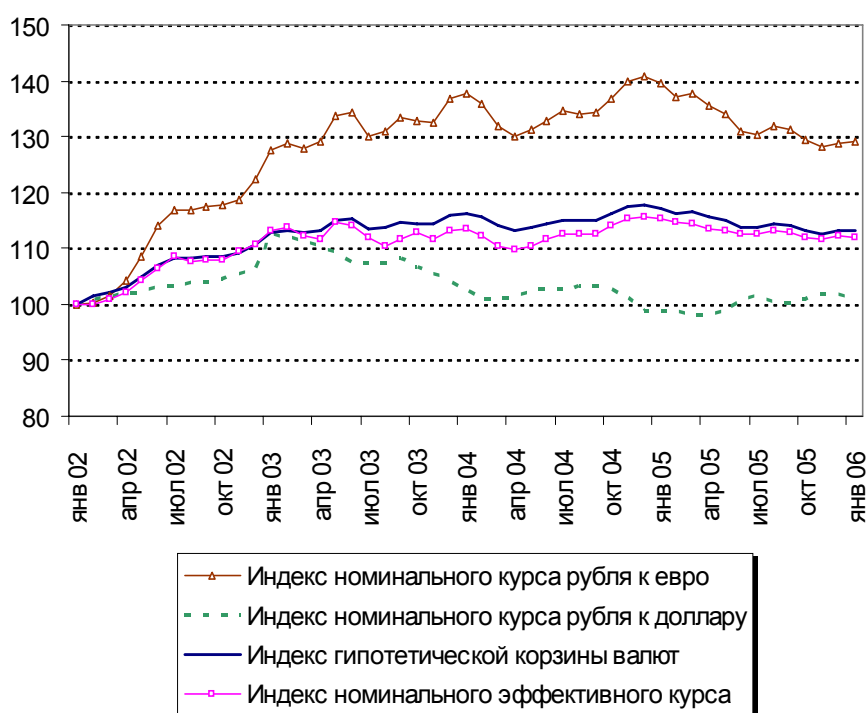
- факторы, влияющие на номинальное укрепление курса:
 - политика Банка России;
 - необходимость сдерживания инфляции;
 - новая инвестиционная волна роста.
- факторы, определяющие перспективы реального укрепления рубля:
 - недооцененность курса по фундаментальным параметрам;
 - слабый негативный эффект укрепления курса на оценки конкурентоспособности по опросам.

В 2005 г. Банк России в оперативной политике перешел к поддержке номинального эффективного курса, базирующегося на корзине двух валют евро и доллар. Причем в течение года был значительно повышен вес евро в бивалютной корзине (с 10% в начале года до 40% в конце).

Реальное укрепление рубля в 2005 г. практически полностью определялось изменением инфляции.

Если подобная политика сохранится и в ближайшее время, то рубль неизбежно будет укрепляться в краткосрочной перспективе в номинальном выражении. Причем укрепление рубля скорее всего будет определяться не столько соотношением доллара и евро на мировых рынках, сколько тенденцией «бегства от долларов» и укрепления курсов валют развивающихся рынков, прежде всего азиатских. На протяжении 2002-2005 гг. динамика номинального эффективного курса на 36% определялась динамикой рубля к евро (что практически соответствует весу евро, используемому в расчете номинального эффективного курса), на 11% динамикой курса рубля к доллару, остальное объяснялось динамикой других валют.

Динамика номинального курса рубля, январь 2002=100



Политика укрепления номинального курса рубля к доллару может способствовать ограничению инфляции, хотя и не по всем направлениям. По нашим оценкам, в последнее время влияние изменения курса рубля к доллару на инфляцию остается более значимым чем динамика номинального эффективного курса (эластичность инфляции к изменению курса в 1995-2004 гг. составляет около 0.35). Изменение курса рубля к доллару оказывает значимый эффект на торможение внутренних цен на топливо (эластичность 0.30), влияние курса рубля к доллару на базовую инфляцию также велико в среднесрочной перспективе (0.47). Хотя для послекризисного периода (1999-2004 гг.) значимость влияния курса рубля к доллару на инфляцию и базовую инфляцию снизилась более чем вдвое, в то время как для торможения цен на топливо курс продолжает оказывать значительное воздействие (0.34). Конечно, за счет курсовой динамики невозможно будет остановить аппетиты естественных монополий, прежде всего внутренние цены на энергоресурсы. Ценовое давление в этом секторе будет продолжаться, но в тех рамках, которые будут определяться политикой правительства.

Укрепляющийся курс может способствовать удешевлению стоимости инвестиций в импортные машины и оборудование, ввоз которых растет существенно большими темпами чем потребительский импорт (на 37% в среднем по физическим объемам в первом полугодии 2005 г. против 11% роста потребительского импорта). При росте инвестиционного спроса инвестиционный импорт увеличивается существенно быстрее чем спроса на отечественные товары, что обусловлено более высоким спросом на импортные машины и оборудование. Ценовая динамика на инвестиционные товары указывает на наличие дефицита отечественной инвестиционной продукции и эффективности процессов импортозамещения в производстве инвестиционных товаров. При запуске инвестиционной волны роста введение новых мощностей для производства отечественных инвестиционных товаров за счет импортных машин и оборудования неизбежно, а при укрепляющемся курсе рубля становится более выгодно.

Остаются предпосылки и для укрепления реального курса. Опасения «перейти» рубеж начала 1997 г. в связи с возможностью повторения августовского кризиса не вполне обоснованы. Прежде всего, очевидно, что условия торговли в связи с значительным ростом цен на нефть и менее быстрым ростом цен импорта остаются достаточно благоприятными (экспортные товары стоят практически в 1,4 раза дороже, чем импортные). Значительно выросла производительность труда в экономике, что позволяет рассчитывать на большую устойчивость экономики при сложившемся уровне цен. Главным отличием, безусловно является резкое снижение внешней задолженности государства и повышения устойчивости бюджета, а также значительный запас валютных резервов, что делает рубль более устойчивым к спекулятивным атакам. Внешний долг государства снизился со 125% ВВП в 1998 г. до 11.4% ВВП в 2005 г. Совокупный государственный долг в 2005 г. составил 15.2% ВВП. И, хотя снижающийся внешний долг постепенно «замещается» ростом внешнего долга компаний, в т.ч. государственных, совокупные займы у нерезидентов составляют чуть больше 33.7% ВВП (44.5% ВВП в 1997 г. и 144% ВВП в 1998 г.). Золотовалютные резервы практически с избытком покрывают широкую денежную базу, а долги нерезидентам на 72% (9.5% в 1997 г.).

Моделирование равновесного валютного курса по фундаментальным параметрам показывает противоречивую картину. Валютный курс «недооценен» по денежным параметрам, которые складываются под влиянием благоприятных условий торговли, но «переоценен» по реальным параметрам, в связи с тем, что влияние неторгуемого сектора в модели оказывается существенно выше торгуемого, обеспечивающего значительный рост производительности труда. Оценка распределения весов между равновесием денежной сферы и реального сектора на основе эконометрических оценок показывает перевес в пользу денежных факторов. В целом по модели паритетов и денежного спроса курс рубля оставался недооцененным для экономики в целом, хотя и незначительно. В этих условиях можно предположить, что если благоприятные внешние факторы, создающие недооценку курса по денежным параметрам и благоприятные условия в денежной сфере не будут использованы для роста производительности труда в торгуемом секторе, то укрепление рубля может оказаться недолгосрочным. Оценки на перспективу показывают, что при инерционном сценарии развития переломная точка в укреплении курса рубля может наступить уже в 2007 г.

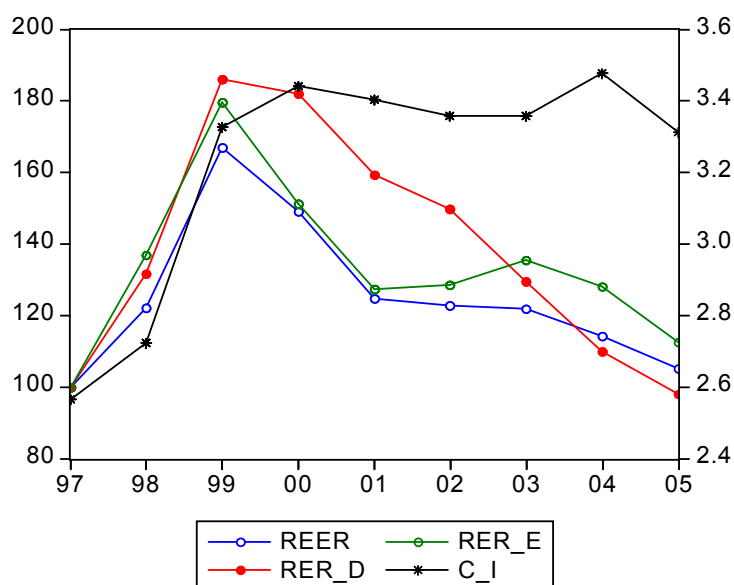
Недооценка и переоценка курса рубля по эконометрическим моделям

Модель	Параметры, определяющие курс	Отклонение («-» – недооценка, «+» -- переоценка)
Выравнивание паритетов с учетом эффекта Баласса-Самуэльсона*	производительность в промышленности и сельском хозяйстве, производительность в секторе платных услуг	+12,8
Модель денежного с учетом монетарного курса (Дорнбуша)*	спрос, разница процентных ставок, монетарный курс	-10,1
Модель паритетов с учетом денежного спроса	эконометрическая модель с учетом паритета и денежного спроса	-2.1
Модель агрегированного роста внутреннего спроса (NATREX)	ВВП по элементам потребления, инвестиций и чистого экспорта, относительные ставки, доля импорта в потреблении	+18,4

*рассчитывалось для реального эффективного курса рубля, остальные для реального курса рубля к доллару

Влияние курса на конкурентоспособность продукции по субъективным оценкам предприятий (по опросам РЭБ) в последние годы оказывается не таким значимым как это могло следовать из изменения реального курса рубля.

График 1. Динамика курса и оценок конкурентоспособности продукции



REER – реальный эффективный курс;
 RER_D – реальный курс рубля к доллару;
 RER_E – реальный курс рубля к евро;
 C_I -- оценка конкурентоспособности (по опросам РЭБ), правая шкала.

По всей видимости, кроме изменения реального курса, которое отражает изменение средних относительных цен значительное воздействие на конкурентоспособность оказывают и другие факторы изменения издержек, которые как раз меняются в лучшую сторону в последние годы. Прежде всего следует отметить снижение ставки кредитования и рост производительности труда.

Эконометрические оценки воздействия разных факторов на конкурентоспособность по опросам в отраслях промышленности показывают, что курс играл важную роль в оценках конкурентоспособности по промышленности в целом. Хотя значительно большую роль (больше половины изменения конкурентоспособности с 1997 по 2004 гг.) играло изменение налогов и процентной ставки. Кроме того, для динамики оценок конкурентоспособности по отдельным отраслям курсовая динамика оказалась значимой только для машиностроения, в то время как значимость производительности, налогов и процентной ставки подтверждалась для большего числа отраслей (металлургии, химии, машиностроения, ГСМ, легкой промышленности).

Влияние ценовых и неценовых факторов на оценки конкурентоспособности продукции

Промышленность	изменение реального курса рубля к доллару (0.436**)	налоговая нагрузка (0.337*), ставка (-0.265)
Топливная	-	-
Металлургия	-	производительность труда (0.313*)
Химия	-	производительность труда (0.268*)
Машиностроение	изменение реального курса рубля к доллару (0.214**)	производительность труда (0.168**), налоговая нагрузка (0.14*), ставка (-0.075**)
ЛДЦБ	-	-
ГСМ	-	производительность труда (0.299*)
Легкая промышленность	-	производительность труда (0.18**), налоговая нагрузка (0.11**), ставка (-0.07**)
Пищевая промышленность	-	-