

УДК 336  
JEL O24

# Слабости сильного рубля\*

**МИРКИН ЯКОВ МОИСЕЕВИЧ,**

*д-р экон. наук, профессор, заведующий отделом международных рынков капиталов, ИМЭМО РАН  
им. Е.М. Примакова, Москва, Россия  
yakov.mirkin@gmail.com*

**ДОБАШИНА ИРИНА ВИКТОРОВНА,**

*канд. экон. наук, доцент Департамента учета, анализа и аудита, Финансовый университет, Москва, Россия  
IDobashina@fa.ru*

**Аннотация.** Раскрыты макроэкономические последствия политики переоцененного рубля в 1996–2010-х гг. Объяснено воздействие кэрри-трейд в финансовых кризисах 1998, 2008–2009, 2014 гг. Представлены шесть сценариев будущего валютного кризиса. Дана «формула» политики «Нового Курса», включающая как элемент умеренно слабый рубль.

**Ключевые слова:** валютный кризис; кэрри-трейд; курс рубля; переоцененная валюта; финансовая политика; Центральный банк; экономический рост.

## Weaknesses of Strong Ruble

**MIRKIN Y.M.,**

*Doctor of Economics, Professor, Head of International Capital Markets, Primakov  
National Research Institute of World Economy and International Relations, Moscow, Russia  
yakov.mirkin@gmail.com*

**DOBASHINA I.V.,**

*PhD in Economics, Docent of Department of Accounting, Analysis and Audit, Financial University, Moscow, Russia  
IDobashina@fa.ru*

**Abstract.** The article describes the macroeconomic consequences of the overvalued ruble policy (1996–2010s). It explains the impact of carry trade on financial crises in 1998, 2008–2009, 2014. The five scenarios of future financial crises are discussing. Reveals the “formula” of New Course macroeconomic and financial policy that includes, as an element, a moderately weak ruble.

**Keywords:** carry trade; central bank; currency crisis; economic growth; financial policy; overvalued currency; Russian Ruble rate.

Любовь к сильному рублю? Она, конечно, имеет советские корни. «В любой наш рубль вложены труд, дерзания и помыслы слесаря и хлебороба, врача и бухгалтера, пастуха и летчика, ткача и секретаря райкома». Так писал министр финансов А.Г. Зверев в начале 1970-х гг. [1]. Денежная реформа? «В целях укрепления курса рубля». Стабильный, золотой, неколебимый — что может быть лучше?

Отголоски этого сознания докатились и до наших дней, когда Банк России выпустил докладную записку о пользе сильного рубля [2]. Раз так, стоит вспомнить, что сделал «сильный рубль» в России с 1995 г.

### Апофеоз сильного рубля в 1998 г.

В 1996–1998 гг. проводилась политика закрепленного курса рубля. При темпах инфляции выше

\* Статья подготовлена на основе серии работ автора в Republic.ru от 22 декабря 2016 г., от 9 марта, 23 мая и 13 июня 2017 г.

14–27% и уровне процента выше 30–40% в 1997 — первом полугодии 1998 г. курс рубля стоял как штык, от 5,7 до 6,2 [3]. Быстро рос разрыв между реальным и номинальным эффективными курсами рубля. С 1995 г. он де-факто усиливался к доллару во внутреннем обороте России. Каков результат? Неслыханная выгодность кэрри-трейд. Был открыт свободный доступ иностранцев на рынок ГКО-ОФЗ, спекулятивные нерезиденты держали к августу 1998 г. 30–35% всего объема ГКО-ОФЗ. Внебиржевые обязательства банков по срочным сделкам с валютой кратно превышали кредиты, выданные экономике. Этот снежный ком — одна из сокровенных причин краха 1998 г. [4].

А что происходило в реальной экономике? Выгодно было импортировать все, что угодно, и бессмысленно — что-то делать в России. Были многочисленные заявления промышленности: «Нас давит импорт». Пресса 1990-х гг. писала, что рублю пора слабеть. Эти разговоры прекратились сразу же после девальвации рубля в 1998–2000 гг. в 4 с лишним раза. Искусственно тяжелый рубль сам себя исправил — но взрывом, который прошелся по каждому.

Нам кажется, что это было так давно и сегодня все по-другому? Мы глубоко ошибаемся.

### Мыльный пузырь 2000-х

В 2000–2008 гг. при ежегодной инфляции в 9–19% и проценте 7–15% рубль крепчал. В конце 2001 г. — 30,1 руб. за 1 долл. США, дальше — укрепление до 24,5 руб. за 1 долл. США, к концу 2007 г. и в 2008 г. — возврат к источнику — 29,4 руб. за 1 долл. США [5]. Эта «как бы стабильность» дорого стоила экономике. Под лозунгом «в России нет инвестиционных проектов» и «нужна стабильность», через избыточные налоги и слишком большие международные резервы (вкуче с внебюджетными резервными фондами), ликвидность, заработанная на сырье, выводилась в валюту — и за рубеж. Вместо того, чтобы оставить ее корпорациям для роста, на закупки оборудования, на развитие большого, насыщенного ликвидностью финансового рынка внутри России, на нормализацию процента.

Рубль вновь стал избыточно тяжелым, переоцененным. Стимул для импорта, для вывоза капитала, антистимул для несырьевого экспорта.

Как это происходило? В 2000–2007 гг. внутренние цены в России выросли в 2,3 раза (по индексу розничных цен). Примерно так же увеличились, в силу инфляции, рублевые издержки на производство.

Чтобы российский экспортер извлек из долларовой выручки прибыль, такую же, как и в 2000 г. (при стабильных мировых ценах), — курс рубля должен упасть в 2,3 раза. Но он не падал! В конце 2000 г. за 1 доллар США давали 28,2 руб. В конце 2007 г. — 24,5 руб. Рубль, наоборот, укрепился!

На прибыльность бизнеса нефтяников и газовиков такая динамика курса не оказала значимого влияния, поскольку мировые цены на нефть за это время выросли в 2,6 раза. Взлет долларовых цен на сырье «съел» потери от того, что рубль стоял как твердыня. А вот мировые цены на технику и другую продукцию с высокой степенью обработки не эластичны к рублевой инфляции. Они растут примерно на 1–3% в год. Это значит, что где-то с 2003 г. эффект девальвации рубля 1998 г. был исчерпан, и высокотехнологичный экспорт стал убыточным для России. Валютная выручка все меньше покрывала растущие, в меру инфляции, рублевые издержки заводов обрабатывающей промышленности, работающих на экспорт (были еще такие). Их убытки, вызванные деформациями валютного курса, приходилось закрывать разовыми вливаниями из бюджета.

Зато стал очень выгодным импорт в Россию. Он мог положить на лопатки любые попытки заместить его товаром, произведенным внутри страны. Предположим, что стоимости двух одинаковых двигателей в России и за рубежом в 2000 г. были сопоставимы. В 2010 г. рублевая стоимость мотора, произведенного в России, должна быть в 2,6 раза выше показателя 2000 г., а цена его зарубежного аналога, наоборот, ниже. Какой же из поставщиков победит?

На языке экономистов все это называется «разрыв реального и номинального эффективного курсов национальной валюты». В 2000-х гг. в России он стал уникальным по величине в мире, больше 100 пунктов, в 10–15 раз больше, чем в Китае или еврозоне. Он убивал экспорт техники, зато «вздувал» любой импорт и не давал заместить его чем-то отечественным, пусть даже сделанным по иностранной лицензии. Сильный рубль делал импорт «бус и огненной воды» против сырья сверхприбыльным.

При таком рубле очень выгоден вывоз капиталов. И, действительно, четверть века, с коротким перерывом в 2006–2007 гг., когда в Россию опять зашел спекулятивный кэрри-трейд, мы живем в условиях чистого вывоза капиталов частным сектором. За границу уходит все положительное сальдо торгового баланса (иначе говоря, вся плюсовая разница между экспортом и импортом, весь избыток, заработанный вывозом сырья, извлекается из нашей экономики).

### Что принес «тяжелый рубль» 2000-х?

Именно в 2000-х гг., в условиях «тяжелого рубля», мы окончательно получили сырьевую модель экономики и потеряли «экономику сложных вещей». В 1990 г. в России производили 74 тыс. металлорежущих станков в год, в 2000 г. — 8,3 тыс., в 2007 г. — 5,1 тыс. В 1990 г. — 556 автоматических и полуавтоматических линий для машиностроения, в 2000 г. — 11, в 2007 г. — 4. Тракторы на колесном ходу: в 1990 г. — 92,6 тыс. шт., в 2000 г. — 6,9 тыс., в 2007 г. — 7,7 тыс. Бульдозеры в 1990 г. — 14,1 тыс. шт., в 2000 г. — 3,0 тыс. шт., в 2007 г. — 3,3 тыс. шт.

В 2000-х гг. мы закрепились в том, что потеряли «экономику простых вещей». «Прощай!» — сказали мы электрическим чайникам. В 1990 г. их делалось в России 3,5 млн шт., в 2000 г. — 220 тыс. шт., в 2007 г. — 158 тыс. шт. Электрические утюги: в 1990 г. — 8,7 млн шт., в 2000 г. — 1,1 млн шт., в 2007 г. — 178 тыс. шт. Детские велосипеды: в 1990 г. — 3,7 млн шт., в 2000 г. — 376 тыс. шт., в 2007 г. — 40 тыс. шт. Пальто: в 1990 г. — 28,1 млн шт., в 2000 г. — 2,3 млн шт., в 2007 г. — 1 млн шт. [6]. По одному пальто на 140 человек в России.

Рост производства легковых автомобилей? Здесь ситуация лучше. Дорогу импорту преградили высокими таможенными пошлинами, компенсировавшими «утяжеление» рубля и приведшими к переносу сборки автомобилей в Россию.

Именно в 2000-е гг. утвердилось тяжелейшее зависимость от импорта. В станкостроении — 90% (2014 г.). По наиболее сложным станкам — 100%. По инструменту — 85–95%. В тяжелом машиностроении — 80–90%. В медицинской промышленности — 60–80%. Мы не делали операционных столов, зондов и еще многих вещей, без которых медицина не существует. Катетеры? Зависимость — 96%. Протезы? Выше 90%. Зерноуборочные комбайны — 67%. Промышленные роботы и манипуляторы? 95% импорта. Тяговые двигатели для тепловозов? Доля импорта — 100%.

Вычислительная техника? 80–100% импорта. Коробка передач с автоматическим управлением в России не производилась. Кресла пассажирские для гражданских самолетов? Спасательные трапы? Шасси? Остекление? Композиты для крыла? Все это — 100% импорта. И еще — сотни названий (Данные Минпромторга за 2014 г.).

### «Тяжелый» рубль — основа модернизации, закупок оборудования?

Нам бесконечно говорят, что такой рубль — основа модернизации, массового импорта оборудования

и технологий. Что ж, в 2000-х гг. действительно произошла модернизация средств производства, но, прежде всего, в сырьевых отраслях, в металлургии и, может быть, в ВПК. За счет потери собственных умений. С усилением «однобокости» экономики.

Мы покупали станки, но в отличие от 1930-х гг. не приобретали способности их производить. В России, между тем, по-прежнему нарастал износ основных фондов. В 1990 г. степень износа 35,6%, в 2000 г. — 39,3%, в 2007 г. — 46,2% (Росстат).

Конечно, «вина» лежит не только на тяжелом рубле — скорее, на всей экономической и финансовой политике. Но такой рубль — сильнейший наркотик.

### Чем закончился тяжелый рубль 2000-х?

Конечно, кэрри-трейдом, как и в 1996–1998 гг. Мыльным пузырем. Чистый ввоз капитала частным сектором на фоне укрепляющегося рубля и высоких процентных ставок составил в 2006 г. 42 млрд долл. США, в 2007 г. — 83 млрд долл. США, в 1-м полугодии 2008 г. — 17 млрд долл. США [7]. Неслыханное дело для России, которая каждый год, с середины 1990-х гг., жила с чистым вывозом частного капитала. Индекс акций ММВБ вырос за 2006 — май 2008 г. на 84% (данные Московской биржи — динамические ряды индекса MICEX). Доля акций в нетто-портфельных инвестициях из-за рубежа выросла до 92% [8].

И все это для того, чтобы потерять в вывозе капитала 150 млрд долл. США во 2-м полугодии 2008 г. И еще 35 млрд долл. США — в 1-м квартале 2009 г. Несмотря на все созданные резервы, в кризис 2008 г. Россия показала себя самой волатильной среди 30 крупнейших экономик и финансовых систем мира, по которым ведет наблюдение журнал “Economist”. Во всем — в падении ВВП, фондовых индексов, международных резервов, в бегстве капиталов, во вспышке инфляции, в сжатии денежной массы.

А валютный курс? Рекорд был поставлен 16 июля 2008 г. — 23,13 руб. за 1 долл. США. Антирекорд — 19 февраля 2009 г., 36,43 руб. за 1 долл. США. «Тяжелый» рубль обесценился почти на 60% [5].

### Переоцененный рубль: большой взрыв 2014 г.

В 2009–2014 гг. история тяжелого рубля продолжилась как обычно. При ежегодной инфляции от 6 до 11% и проценте выше 10% рубль метался вокруг уровня в 30 руб. за 1 долл. США, усиливался почти

Таблица

## Сравнительная динамика реального и номинального эффективных курсов рубля

Год	Номинальный эффективный курс рубля, %, 1995 = 100	Реальный эффективный курс рубля, %, 1995 = 100	Разрыв между реальным и номинальным эффективными курсами рубля, пп.
2000	35	91	56
2005	33	133	100
2012	32	179	147
2013	31	182	151
2014	27	166	139
2015	20	137	117
2016	19	136	117

Источник: IMF International Financial Statistics 1995–2013.

до 27 руб. и, наконец, обвалился к концу 2014 г. в два раза.

Какие факторы? Разрыв между номинальным и реальным эффективными курсами рубля весь этот период нарастал. В 2013 г. рубль достиг вершин своей переоцененности (см. таблицу). Конечно, это случилось под воздействием: а) укрепления доллара США к евро в 2014 г.; б) резкого падения цен на нефть и газ в 2014 г.; в) торможения российской экономики в 2013–2014 гг., г) усиления волатильности, вызванного изменениями в валютной политике ЦБР в конце 2014 г. (расширение «свободы» движения рубля в порядке подготовки его к свободному плаванию).

И, конечно, помог «свалить» рубль кэрри-трейд. Был ли он в 2010–2014 гг.? Конечно, был. У всех, кто имеет на руках валюту, возникает сильнейший экономический интерес извлекать сверхприбыли из такого редкостного сочетания «сильного», закрепленного рубля и сверхвысокого процента в успешной нефтяной экономике.

Как раз перед обвалом доля нерезидентов на рынке облигаций федерального займа (ОФЗ) достигла 25,6%, а после него, к марту 2015 г. упала до 17,9% [9]. В 2012 г. доля нерезидентов на рынке акций Московской биржи (ММВБ) была 37%, к августу 2014 г. добралась до 59%, чтобы после обвала рубля упасть до 51% в марте 2015 г. Перед коллапсом декабря 2014 г. рост доли нерезидентов шел на всех сегментах биржевого рублевого рынка: в деривативах (с 38% в 2013 г. до 47% в 2014 г.), на сегментах облигаций (с 18 до 19%), валютном (с 10 до 12%, денежном (с 11 до 15%) (данные MICEX Investor Presentations 2013–2015).

Таким образом, кэрри-трейд в третий раз выступил отличным помощником, чтобы «свалить» переоцененный рубль (на фоне других шоков). И все случилось как всегда, уже в третий раз. Черный ноябрь–декабрь 2014 г. «Внезапная остановка» капитала (sudden stop) вместе с девальвацией рубля. В этот момент — взрывной рост в чистом вывозе капитала частным сектором. В 4-м квартале 2014 г. он достиг 76,2 млрд долл. США, в 1-м квартале 2015 г. увеличился еще на 32,3 млрд долл. США [10].

### Как оценить размеры кэрри-трейд в 2017 г.?

Доля иностранцев (как настоящих, так и с российскими корнями) на биржевых рынках акций — 47%, рынке облигаций — 20%, рынке валюты — 12%, деривативов — 45%, на денежном рынке — 12% (Moscow Exchange Presentation. April 2017). На рынке деривативов — валютные контракты занимают не менее половины рынка, в периоды всплесков волатильности — до 65–68% рынка. На валютном рынке спот (прямая торговля валютой) доля иностранцев — 40% [11], в том числе доля дочерних банков — нерезидентов — 22%. Доля нерезидентов в государственных облигациях (ОФЗ) — больше 30%. На внебиржевом валютном рынке — от 40 до 80% (ЦБР). И, конечно, не стоит забывать, что объем торгов акциями российского происхождения и депозитарными расписками на них за рубежом выше, чем в России. Рынок наших акций «там» больше, чем внутри. Лондонская фондовая биржа «проворачивает» их почти на 40% больше, чем Московская биржа (2016).



Доли нерезидентов на рынках за немногими исключениями постоянно растут. По облигациям федерального займа (ОФЗ) в конце 2015 г. доля иностранцев была 20–21%, сегодня — больше 30% (ЦБР). По акциям, облигациям, дериватам — везде рост вовлеченности нерезидентов в российские активы и в ткань внутреннего рынка.

Разве это плохо? Нет, конечно, если бы это были длинные деньги. Разве в США кто-то против того, что больше 30% федерального долга держат иностранцы (St. Louis Fed)? Но в России традиционно это спекулятивные вложения, быстро растущие, когда складываются благоприятные условия для кэрри-трейд. При первых же признаках опасности их могут выбросить в валюту и обрушить рубль, как это было в 1998, 2008–2009 и 2014 гг.

Быстро увеличиваются срочные сделки банков с иностранной валютой. Эти сделки за балансом банков, наряду с госдолгом и акциями, были одним из главных инструментов для кэрри-трейда и рычагов кризиса в 1998 г. Срочные обязательства по поставке валюты со сроком исполнения от 2 до 30 дней (короткие по времени сделки особенно спекулятивны) в начале 2016 г. составляли 27 млрд долл. США, в марте 2017 г. — 42 млрд долл. США. Рост в полтора раза [12].

### Сколько денег вложено в кэрри-трейд?

В апреле 2017 г. нерезиденты владели 1,8 трлн руб. ОФЗ. Если хотя бы треть этих облигаций — кэрри-трейд (консервативная оценка), то сумма достигает более 10 млрд долл. США. Оценим по-другому. За январь 2016 — март 2017 г. вложения иностранцев в ОФЗ выросли на 734 млрд руб., или почти на 70% (ЦБР). Эта сумма на начало апреля составляла почти 13 млрд долл. США.

И это только по одному сегменту рынка и только в части, относящейся к «иностранцам». Портфельные вложения нерезидентов в акции на конец 2016 г. составляли более 160 млрд долл. США, в негосударственные долговые ценные бумаги — более 15 млрд долл. США, в деривативы — более 6 млрд долл. США (международная инвестиционная позиция России, ЦБР). Даже по самой консервативной оценке, считая, что только 5% этих вложений связаны с кэрри-трейдом (рынок акций рос в рублевом измерении весь 2016 г.), это дает сумму порядка 9 млрд долл. США.

Сверхбыстрый рост в 2016 — начале 2017 г. балансовых срочных сделок банков по сделкам с валютой (по очень взвешенной оценке, если хотя бы треть их связана с кэрри-трейд) — еще 4–5 млрд долл. США.

Со всей осторожностью можно, видимо, принять накопленную емкость кэрри-трейд в размерах не ниже 25–26 млрд долл. США (весна 2017 г.).

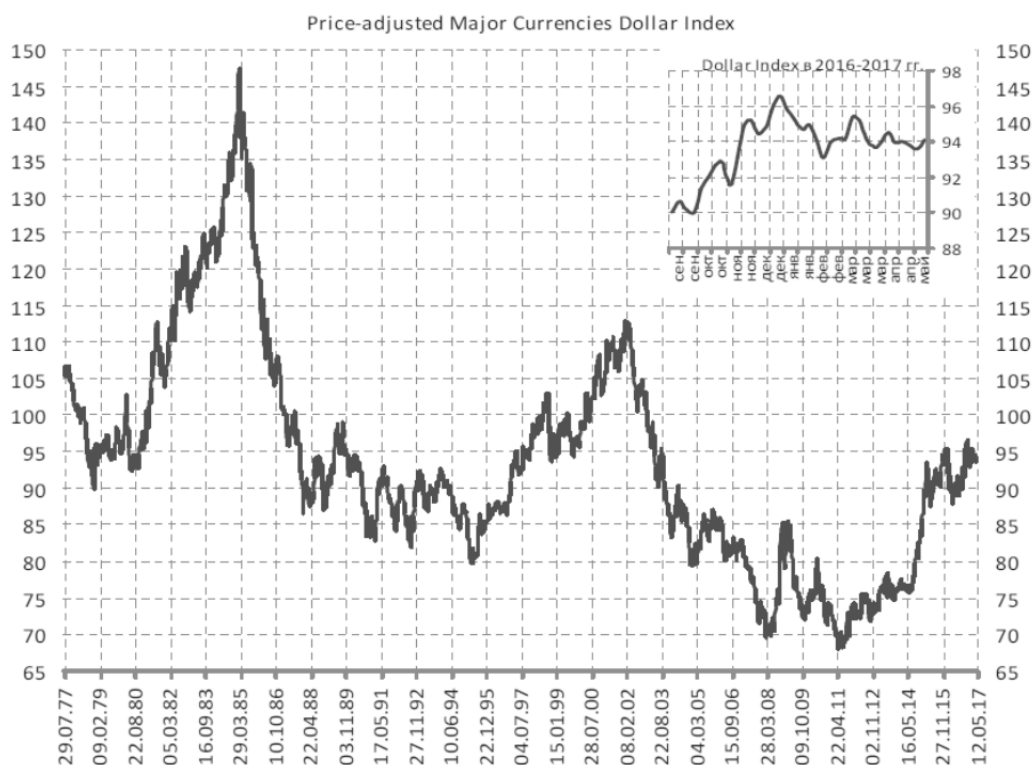
### Что дальше?

Есть ли шансы, что размеры кэрри-трейд увеличатся? Риски становятся больше, если (и когда) возобновляется укрепление рубля (например, в мае-июне 2017 г. до 56–57 руб. за 1 долл. США). Растет разрыв между номинальным и эффективным валютными курсами. В итоге неизбежно нарастает кэрри-трейд. Постепенно дело доходит до мыльного пузыря. Нужен только какой-нибудь внешний шок — и дальше на финансовых рынках может начаться цепная реакция системного риска.

Нам говорят — но ведь на валютном рынке «свободное плавание», все — по-рыночному, там — свободное плавание рубля. Пусть укрепляется — такова конъюнктура. Мы же отвечаем на это, что микроструктура валютного рынка Банком России не раскрыта. Наверняка, он — сверхконцентрирован и является не вполне рыночной средой, как и любой другой сегмент российского финансового рынка. На нем — наверняка, олигополия. Мы не знаем, как действуют на нем «слоны» — крупнейшие банки, сырьевые компании и как — нерезиденты, глобальные инвесторы. Мы не знаем, нет ли там торговых пулов и не может ли манипулировать кто-то крупный валютным курсом. И не держится ли курс рубля на сильном входящем потоке кэрри-трейд, который его все время оттягивает к усилению, чтобы потом толкнуть вниз.

При этом мы слышим похвалы Банка России сильному рублю, стабильному рублю. «Укрепление валютного курса — нормальный процесс для стран „догоняющего развития“, нацеленных на уменьшение своего отставания» [2]. И помним при этом, что переоцененный рубль в 2000-х и в начале 2010-х гг. работал против промышленного развития. Он, как внутренняя болезнь, которая тлеет, но резко обостряется при внешних шоках, прорывается и ухудшает состояние всего организма до экстремальных значений.

Это уже происходило трижды — в 1998, 2008–2009, 2014 гг. Запускался классический механизм подготовки финансового кризиса — закрепленный курс / усиление национальной валюты, высокий процент, открытый счет капитала и, как результат, кэрри-трейд с мыльными пузырями. Произойдет это и в будущем, если мы по-прежнему будем соединять «умеренно-жесткую денежную политику»,



### Доллар к корзине валют

*Примечание:* индекс рассчитывается Федеральной резервной системой. Динамика индекса практически повторяет динамику ключевой пары из двух резервных валют доллар-евро. Эта пара — ключевой объект в игре на финансовых рынках. Понижительный склон на графике — ослабление доллара. Повышательный — усиление.

высокий процент и избыточно крепкий рубль. Если будем и дальше жить по классике — переоцененная, утяжеленная национальная валюта, которая втягивает импорт любого вида, подавляет несырьевой экспорт и является замечательным стимулом — прощай, деофшоризация! — для вывоза капитала из страны.

Четвертый раз за 25 лет финансовая буря? Не сегодня, так завтра? Не завтра, так послезавтра? А как это может случиться?

### Как будем падать, если будем

Вроде бы 25 млрд долл. США в кэрри-трейд (весна 2017 г.) — это пока не много, и вряд ли можно говорить о большом мыльном пузыре вокруг рубля уже сегодня. Тем более при 400 с лишним млрд долл. США международных резервов. Но все события (2017–2018 гг.) впереди, и объем средств в кэрри-трейд, как указывалось, может продолжать накапливаться, пока рубль стоит или укрепляется к доллару или евро, а процент в России по-прежнему очень высок. Всегда есть место для снежного кома с горы. Кроме того, внезапный, концентрированный шок даже не очень

большими (сравнительно с международными резервами) объемами может сбрасывать финансовые рынки вниз, запускать цепную реакцию системного риска.

Обычно это называется «внезапной остановкой капитала» (sudden stop), когда денежные потоки, хлынувшие в страну, внезапно разворачиваются и инвесторы, в первую очередь нерезиденты, начинают массово выходить из национальной валюты, распродавать акции, облигации, любые финансовые активы, лишь бы скорее вернуться к долларам, евро или любой другой твердой валюте. Соскочить с внутреннего рынка, пока не поздно, пока он ликвиден или местные власти не ввели ограничений на вывод капитала.

### Что может случиться?

#### Какие сценарии возможны?

**Первый сценарий. Сильное движение по укреплению доллара к евро, давление вниз на мировые цены на нефть, газ, металлы, их падение**, как это случилось в 2014 г. Доллар — с начала 1970-х гг. в длинных долгосрочных циклах и, судя по графику, у него еще есть пространство для

дальнейшего укрепления к евро (см. рисунок), хотя бы до паритета с ним, по мере дальнейшего роста ставки ФРС. Если это случится, курс рубля может снова посыпаться вниз, а потоки кэрри-трейд развернутся вон из России, резко усиливая падение рубля.

Впрочем, то же самое может произойти, если падение цен на нефть и газ будет вызвано фундаментальными, нефинансовыми факторами (дальнейший рост сланца, резкое наращивание производства нефти в США, как обещает трампономика). Число буровых установок выросло в США за год (к маю 2016 г.) более, чем в 2 раза.

**Второй сценарий. Финансовая инфекция, идущая из глобальных финансов.** Любой внешний финансовый шок может потрясти внутренний рынок, во многом зависящий от нерезидентов. Хотя мировая экономика сейчас на циклическом подъеме и кажется, что она преодолела последствия кризиса 2008 г., все-таки в 2017 г. более 40 юрисдикций будут иметь суверенные долги свыше 70% ВВП, в том числе — все страны G7 (кроме Германии); более 30 стран, в том числе — G7 (без Германии) — выше 80% ВВП. Увеличивается концентрация долгов государств в Средиземноморье (Франция, Испания, Италия, Греция, Кипр). У Греции, виновницы финансовых бурь 2011–2013 гг., госдолг зашкалил за 180% ВВП. Растут риски того, что на рубеже 2020-х гг. вернутся долговые кризисы развивающихся экономик, подобные началу 1980-х и 1990-м гг. Бразилия, с финансовым рынком которой Россия сильно коррелирована, политически нестабильна и генерирует высокую финансовую турбулентность.

**Третий сценарий. Спекулятивная атака на российский рубль.** В истории валютных кризисов такие атаки хорошо известны (британский фунт в 1992 г., мексиканское песо в 1994 г., тайландский бат в 1997 г.). Рубль переоценен, его естественный уровень, по оценке — 67–68 руб. за 1 долл. США, вновь стал нарастать давно существующий и очень большой разрыв между реальным и номинальным эффективными курсами рубля. Мы не знаем, кто из нерезидентов — крупные хедж-фонды, кто и как играл против рубля в 2014 г., какие позиции они занимали на валютном рынке и в деривативах рубль-доллар, рубль-евро. Не знаем, не было ли там спекулятивных атак. Микроструктура российского валютного рынка, кто является основными игроками с рублем — не раскрыта. Единственное, что можно сказать со всей точностью, что есть 5–7 крупнейших «слонов» — финансовых институтов,

которые во многом определяют динамику российского рубля.

**Четвертый сценарий. Негатив во внутренней экономике как сигнал к выводу капиталов.** Конечно, странная картина, когда в экономике, которая стоит около нуля, со встроенным в нее кризисом инвестиций и доходов населения, рубль ощутимо, больше года укрепляется. Ее восстановление — функция от экспорта сырья (который ЕС собирался сокращать, а США подавлять), от мировых цен на него (которые сверхволатильны), от роста военной промышленности (больше 10% в год), от слабости или силы рубля (девальвация, наряду с господдержкой, устроила экономическое чудо в аграрном секторе, очень помогла сырьевым отраслям). Все это очень ненадежно и в любой момент может создать внутренние шоки.

Мы не можем предугадать, не надломит ли вдруг ветку и не начнет ли все-таки «цепную реакцию системного риска» массовая реструктуризация финансовых институтов. С сентября 2013 г. число банков сократилось на 36%, негосударственных пенсионных фондов — на 68%, количество брокеров-дилеров, управляющих ценными бумагами — на 55–60%. Число страховых компаний упало на 40%. Погибло более 1000 финансовых институтов. Что творилось бы в городах и весях, если бы АСВ не выплатил 1,4 трлн руб. более чем 3 млн вкладчиков за счет кредита, выданного ему Банком России (АСВ)?

Масса людей пытается то в одном, то в другом российскую экономику закрыть. Нет никаких гарантий против того, что рано или поздно это может случиться в части способности не только заработать, но и свободно вывести свой капитал.

Очень рискованная экономика, любой крупный негатив в ней — а он неизбежен — всегда может создать ощущение у инвесторов, что все, пора поворачивать оглобли. Вчера еще все было ОК, а сегодня с рисками перебор — и быстрее из страны. Результат — кризис рубля.

**Пятый сценарий. Действия Банка России.** Сколько-нибудь быстрое снижение ключевой ставки ЦБР, о котором давно умоляет промышленность, могло бы быть воспринято как сигнал, что «больше зарабатывать не светит» и пора уходить с рынка. Та самая неожиданная остановка потока капиталов. В этом смысле Банк России попал сегодня в ловушку — он просто не может снижать свою ключевую ставку быстрыми темпами, иначе есть шансы, что он столкнется с бегством спекулятивных капиталов. Год назад он еще мог это делать гораздо быстрее.



**Шестой сценарий. Мыльный пузырь.** Еще полгода-год такой жизни, и размеры кэрри-трейд возможно созреют до мыльного пузыря. Когда мыльный пузырь доходит почти до разрыва, инвесторы это очень хорошо чувствуют. Рынок перегрет, рубль перекуплен, и нужно начинать играть против него. Все посматривают друг на друга и потихоньку количество позиций против рубля начинает перевешивать число позиций «за», на покупку рублей. Поэтому все так возбудились, когда прилетело сообщение, что «ставки спекулятивных инвесторов в США на укрепление российского рубля сократились на рекордную величину» (РБК) [13].

Здесь можно сказать только одно — когда мыльный пузырь созрел, он обязательно лопнет. Мировая, да и наша собственная (1998 г.) финансовая история уверенно подтверждает это. Чем дольше будет сохраняться внушительный разрыв между динамикой рубля и высокими процентными ставками, тем больше будет поток кэрри-трейд и мы увидим, как в один прекрасный день все это поползет по швам. И мы опять войдем в историю новым валютным кризисом в России.

**Вероятности сценариев?** Возможны все. Если же что-то начинается по одному сценарию, то он обычно начинает переплетаться с другими (2008 г.).

**Неизбежность?** Вот здесь очень важна разумная денежная, валютная и процентная политика Банка России и финансовое спокойствие на наших границах, потому что новый валютный кризис никому не нужен. И, конечно, всегда есть надежда, что раны сами собой закроются, как-нибудь, самой жизнью (только редко это бывает), а великий и умелый финансовый регулятор сможет спустить все осторожно и искусно на тормозах.

### Умеренно-слабый рубль

Вместо любви к сильному — умеренно-слабый рубль как инструмент стимулирования экономического роста. И, действительно, практика стран «экономического чуда» свидетельствует, что осторожно ослабленная национальная валюта широко использовалась для активизации роста и модернизации (Япония, Китай, Южная Корея, Малайзия и т.д.) [14]. Китай с конца 2000-х гг. объявили в США валютным манипулятором. Исследования, проведенные в ИМЭМО РАН, показывают, что такой же подход использовался и в послевоенных европейских экономиках как «стимул для чуда» (Германия, Италия, Испания). Несмотря на различия исходных условий, традиций и ценностей, мо-

делей коллективного поведения во всех этих странах этот инструмент — воздействие на валютный курс — был полностью востребован.

В этой связи альтернатива «переоцененному рублю» — это рубль стимулирующий, существующий в мозаике других мер, способствующих быстрому росту, модернизации и, самое главное, повышению качества жизни.

Формула «Политики роста», в которой рубль «работал» бы как лекарство, следующая:

- рост доступности кредита (прежде всего в регионах), умеренно-мягкая денежная политика;
- + снижение процента (инструментов много);
- + подавление немонетарной инфляции (цены и тарифы, регулируемые государством);
- + умеренно слабый валютный курс рубля (при открытом счете капитала);
- + сильные, простые налоговые стимулы за рост и модернизацию + ускоренная амортизация;
- + максимум льгот прямым иностранным инвестициям;
- + дерегулирование (сейчас рост нормативных актов по ярко выраженной экспоненте);
- + переход к осторожному снижению общего налогового бремени (при таких налогах экономики не растут);
- + бюджетные инвестиции в экономику (в том числе за счет роста госдолга до 30–35%);
- + ускоренная амортизация;
- + как следствие, рост нормы инвестиций (хотя бы до 27–28%, сегодня чуть больше 18%);
- + максимум льгот для среднего класса в приобретении имущества, для инвестиций в социальную инфраструктуру регионов;
- + максимум ресурсов в регионы — «зоны национального бедствия»;
- + структурные реформы (разгосударствление, деконцентрация, создание конкурентной среды, сильное антимонопольное регулирование, приватизация, защита собственности, независимые суды и т.п.). Нет — реформам за счет населения. Только те, что ведут к росту его доходов и активности;
- + офис развития;
- + перезагрузка отношений с Западом.

Все это очень осторожно, мягко, постепенно, часто методом проб и ошибок, а в том, что касается валютного курса и денежной политики — непублично. Ничто из этой политики не может быть выдернуто, существовать само по себе. Будучи отдельным, обязательно приведет к деформациям. Это — системное лечение.





Все лекарства должны быть применены сразу или, если речь идет о структурных реформах, обозначен тренд (они в полную силу смогут вернуться позже). Это политика «высвобождения» бизнеса и среднего класса, резко снижающая их риски и регулятивное бремя. Она создает яркую динамику роста в экономике. И, самое главное, дает строить в России надолго.

### Литература

1. Зверев А.Г. Записки министра. М.: Издательство политической литературы, 1973. С. 175.
2. Банк России. Валютный курс и конкурентоспособность экономики [Электронный ресурс]. URL: [https://www.cbr.ru/ec\\_research/wps/analytic\\_note\\_06.pdf](https://www.cbr.ru/ec_research/wps/analytic_note_06.pdf).
3. IMF International Financial Statistics 1995–2000.
4. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002. С. 278.
5. База данных по курсам валют Банка России [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/currency\\_base/](http://cbr.ru/currency_base/).
6. Росстат. Российский статистический ежегодник 2008.
7. Банк России. Бюллетень банковской статистики. 2009. № 5.
8. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски // Деньги и кредит. 2011. №8. С. 54.
9. Банк России [Электронный ресурс]. URL: [http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=fin\\_stab/table\\_ofz.htm](http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=fin_stab/table_ofz.htm).
10. Банк России. Бюллетень банковской статистики. 2015. № 10.
11. Moscow Exchange Annual Report 2017. FX Market. Available at: <http://2016.report-moex.com/en/review/markets/fx-market>.
12. Банк России. Бюллетень банковской статистики. 2017. № 4.
13. РБК [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rbc.ru/finances/15/05/2017/5918d3af9a7947da5428c32b?from=main>.
14. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014.

### References

1. Zverev A. G. Notes of the Minister [Zapiski ministra]. Moscow, Izdatel'stvo politicheskoy literatury, 1973, p. 175.
2. Bank of Russia. Exchange rate and competitiveness of the economy [Bank Rossii. Valjutnyj kurs i konkurentosposobnost' jekonomiki]. Available at: [https://www.cbr.ru/ec\\_research/wps/analytic\\_note\\_06.pdf](https://www.cbr.ru/ec_research/wps/analytic_note_06.pdf).
3. IMF International Financial Statistics 1995–2000.
4. Mirkin Ja.M. The Russian securities market: the impact of fundamental factors, the forecast and development policy [Rynok cennyh bumag Rossii: vozdejstvie fundamental'nyh faktorov, prognoz i politika razvitija]. Moscow, Al'pina Pablisher, 2002, p. 278.
5. Database of exchange rates of the Bank of Russia [Baza dannyh po kursam valjut Banka Rossii]. Available at: [http://cbr.ru/currency\\_base/](http://cbr.ru/currency_base/).
6. Rosstat. The Russian Statistical Yearbook [Rosstat. Rossijskij statisticheskij ezhegodnik]. 2008.
7. The Bank of Russia. Bulletin of Banking Statistics [Bank Rossii. Bjulleten' bankovskoj statistiki]. 2009, no. 5.
8. Mirkin Ja.M. The financial future of Russia: extremes, booms, systemic risks [Finansovoe budushhee Rossii: jekstremumy, bummy, sistemnye riski // Den'gi i kredit — Money and credit, 2011, no. 8, p. 54.
9. The Bank of Russia [Bank Rossii]. Available at: [http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=fin\\_stab/table\\_ofz.htm](http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=fin_stab/table_ofz.htm).
10. The Bank of Russia. Bulletin of Banking Statistics [Bank Rossii. Bjulleten' bankovskoj statistiki]. 2015, no. 10.
11. Moscow Exchange Annual Report 2017. FX Market. Available at: <http://2016.report-moex.com/en/review/markets/fx-market>.
12. The Bank of Russia. Bulletin of Banking Statistics [Bank Rossii. Bjulleten' bankovskoj statistiki]. 2017, no. 4.
13. RBK. Available at: <http://www.rbc.ru/finances/15/05/2017/5918d3af9a7947da5428c32b?from=main>.
14. Financial strategies of economic modernization: world practice [Finansovye strategii modernizacii jekonomiki: mirovaja praktika]. Ed. Ja.M. Mirkin. Moscow, Magistr, 2014.