

УДК 338.1

Курсовая политика Банка России и выбор режима обменного курса

КУЗНЕЦОВА ВАЛЕНТИНА ВИЛЬЕВНА,*канд. истор. наук, доцент, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова**E-mail: vkuz_55@mail.ru*

Аннотация. В статье анализируются современная курсовая политика Банка России, факторы, влияющие на выбор режима обменного курса, валютные интервенции и их эффективность, а также меры, способствующие снижению излишней волатильности обменного курса рубля. Автор полагает, что российская валютная политика нуждается в радикальных изменениях.

Ключевые слова: Банк России, политика обменного курса, режимы обменного курса, валютные интервенции, валютные резервы, волатильность обменного курса.

Bank of Russia's exchange rate police and option of exchange rate regime

KUZNETSOVA VALENTINA VIL'EVNA,*PhD in History, Lecturer, M.V. Lomonosov Moscow State University**E-mail: vkuz_55@mail.ru*

Abstract. The article devotes to such issues as the Russian current exchange rate police, the affected to exchange rate regime option factors, currency interventions, and aiming to smoothing extreme exchange rate volatility measures. The author supposes that the Russian exchange rate police needs to be radically changed.

Keywords: Bank of Russia, exchange rate police, exchange rate regimes, foreign exchange market intervention, exchange rate volatility, official foreign currency reserves.

За последние почти четверть века в нашей стране несколько раз менялась курсовая политика. Национальная экономика пережила применение почти всего спектра возможных режимов обменного курса [1]. В 1990-х годах выбор «оптимального» режима номинального обменного курса реализовывался методом проб и ошибок. После использования режима жесткой привязки к единственной иностранной валюте-якорю (доллару США) и системы множественности курсов (в зависимости от целей спроса на иностранную валюту) был период управления обменным курсом рубля в рамках нисходящего коридора. В тот период каждый новый вариант курсовой политики завершался крахом, переходящим в разные по масштабам и глубине кризисы.

После системного кризиса 1998–1999 гг., относительно непродолжительного периода ужесточения валютного регулирования и усиления валютных ограничений в начале 2000-х годов был принят курс на постепенную либерализацию валютной политики. Обменный (эффективный) курс рубля стал устанавливаться по отношению к бивалютной корзине, веса валют в которой со временем сложились как 55% для доллара США и 45% — для евро. После переходного периода (2003–2007 гг.) были устранены административные валютные ограничения, а капитальные валютные операции либерализованы. По степени зарегулированности валютных операций наша страна совершила быстрый переход от разрешительного порядка трансграничных операций



к свободному трансграничному перемещению капиталов. Но при этом обменный курс рубля оставался регулируемым.

Формально Банк России продолжал таргетировать эффективный курс рубля, устанавливая его желательные значения в положении о единой государственной денежно-кредитной политике. Но направление, в котором Банк России намерен направлять движение обменного курса в среднесрочной перспективе, хозяйствующие субъекты не могли заранее спрогнозировать. Периоды, когда Банк России сдерживал слишком быстрое укрепление национальной валюты, сменялись периодами противодействия нежелательной девальвации. В результате формально провозглашаемая политика обменного курса не совпадала с фактически осуществляемой, которая могла резко и значительно меняться в течение года.

Непрогнозируемость направления, в котором Банк России на практике намерен регулировать обменный курс рубля, имела и наблюдаемые негативные последствия для экономической активности, так как политика ценообразования хозяйствующих субъектов учитывала подобный риск. Это, в свою очередь, не позволяло Банку России ни выйти на запланированный уровень темпов инфляции, ни преодолеть долларизацию экономики, т.е. стабилизировать ценовые и валютные ожидания частного сектора. Но, несмотря на то что в стране не были сформированы обязательные предварительные условия, 10 ноября 2014 г. Банк России объявил о переходе на режим гибко плавающего обменного курса.

Теоретические основы курсовой политики Центрального банка

Отказ Банка России от управления номинальным обменным курсом рубля, видимо, опирается на превалирующий в современной монетарной теории подход. Это так называемое «биполярное предписание», сформулированное Стенли Фишером. Согласно этому подходу, для всех стран при выборе режима обменного курса предпочтительно придерживаться либо плавающего режима, либо режима жесткой привязки (валютного союза, валютного совета или жесткой привязки к валюте-якорю либо корзине валют) и избегать, по возможности, применения промежуточных режимов, так как они усиливают восприимчивость национальных экономик к внешним шокам.

В соответствии с данным подходом Банк России, вероятно, полагал, что плавающий режим обменного курса будет функционировать как «встроенный стабилизатор», автоматически устраняя негативные внешние шоки. Действительно, как показывают эмпирические исследования, в период до глобального финансового кризиса на протяжении 2000-х годов в мире росло число стран, переходивших на режим плавающего валютного курса. Их пик пришелся на 2007 г. Но в наибольшей мере это было характерно для развитых экономик. В последующий период, наоборот, стало расти число стран, использующих именно промежуточные режимы обменного курса, при одновременном сокращении числа стран, следующих режимам жесткой привязки. Более того, в посткризисный период даже ряд развитых экономик стал активно управлять обменным курсом национальных валют, так как плавающий режим не позволяет минимизировать потери национальной экономики от падения платежеспособного спроса в условиях экономической рецессии. Экономические решения, эффективные в развитых экономиках, далеко не всегда пригодны для стран с формирующимися рынками. Этому есть несколько объяснений, поскольку плавающий обменный курс эффективен, только если сложилось несколько важных условий:

- в экономике сформировался глубокий и достаточно конкурентный внутренний финансовый рынок, особенно облигационный;
- для хозяйствующих субъектов доступны различные инструменты хеджирования валютных, кредитных и процентных рисков;
- степень переноса изменений в обменном курсе на внутренние потребительские цены незначительна или снижается.

Более того, как показывает зарубежный опыт, для ограничения возможных негативных последствий начального этапа перехода к плавающему режиму обменного курса его следует начинать **не после, а до** либерализации капитальных операций.

В силу вышесказанного страны с формирующимися рынками (именно к этой группе стран относится Россия) отдают предпочтение промежуточным режимам, рассматривая желательный для экономики уровень валютного курса в качестве важного фактора стимулирования экономического роста и поддержания финансовой стабильности [2].



Так, до финансового кризиса 2007–2009 гг. страны с формирующимися рынками (товарные экспортеры), как правило, сдерживали укрепление курсов своих валют с целью стимулировать экспорт, развивать замещение импорта, инфраструктурное строительство или добиваться решения иных задач. И хотя на протяжении 2000-х годов общемировым трендом была постепенная либерализация режимов валютного курса, центральные банки стран с формирующимися рынками даже при быстро растущих экономиках не переходили на плавающий режим. Во время глобального финансового кризиса в силу резко усилившегося оттока частного иностранного и национального капитала валютные интервенции в этих странах были направлены на сдерживание темпа обесценения национальных валют. В посткризисный период страны с формирующимися рынками в основном перешли к менее гибким режимам обменного курса (32% — управляемое плавание, 20% — жесткая привязка, 17% — ползучая привязка, 14% — привязка к корзине валют и т.д., и только 10% — свободное плавание) [3].

Наверное, Банку России в выборе режима обменного курса следует перестать ориентироваться на опыт валютной политики развитых стран и внимательно изучить практику валютного регулирования в странах с формирующимися рынками, больше подходящую к существующим реалиям российской экономики.

Факторы, влияющие на выбор режима обменного курса

В настоящее время для стран с формирующимися рынками проблема выбора режима обменного курса национальной валюты, в наибольшей степени соответствующего потребностям национальной экономики, обретает особое значение. Применяемый режим обменного курса должен одновременно способствовать достижению целей национального развития, предохранять экономику страны от внешних негативных шоков и позволять эффективно воздействовать на макроэкономические показатели — инфляцию, экономический рост и занятость. Но практический выбор режима обменного курса — сложная задача, поскольку у каждого режима есть свои преимущества, ограничения и недостатки.

Последние исследования международных экспертов показали, что режимы жесткой

привязки обменного курса (например, режим валютного совета) позволяют странам с формирующимися рынками в краткосрочном периоде стабилизировать положение на внутреннем финансовом рынке. Но уже в среднесрочной перспективе данный режим не позволяет центральному банку эффективно воздействовать на темпы инфляции, экономический рост и уровень занятости. Для экономик, практикующих подобные режимы, характерны периодические резкие корректировки обменного курса, более продолжительные валютные или финансовые кризисы и затяжные процессы посткризисного восстановления [4].

Учитывая потенциальные негативные последствия режимов жесткой привязки, международные эксперты рекомендовали странам с формирующимися рынками применять режим свободно плавающего обменного курса. Но на практике немногие центральные банки стран с формирующимися рынками следовали данной рекомендации¹. Можно выделить несколько основных причин этого.

В условиях неэффективного или узкого внутреннего финансового рынка режим свободно плавающего не позволяет центральным банкам стран с формирующимися рынками управлять валютными рисками и сглаживать воздействие внешних шоков на национальную экономику и благосостояние. При усилении девальвационного давления данный режим увеличивает вероятность импорта инфляции, ухудшения состояния счетов платежного баланса, негативных изменений в финансовом положении заемщиков, привлечших финансирование в иностранной валюте, а также ведет к удорожанию обслуживания внешнего долга страны и осложнению ситуации в бюджетной сфере. Наоборот, при укреплении национальной валюты снижается конкурентоспособность национального экспорта, ухудшается сальдо внешнеторгового баланса, растет приток в страну иностранного капитала и повышается инвалютная долговая нагрузка корпоративного сектора. В условиях узкого и/или неэффективного внутреннего финансового рынка либо ограниченности имеющихся в распоряжении центрального банка монетарных

¹ В научной литературе даже стало использоваться понятие «боязнь свободного плавания» для обозначения подобной практики.



инструментов ему сложно противостоять подобным негативным тенденциям².

Ретроспективный эмпирический анализ предпочтений стран при выборе режима обменного курса показал, что вне зависимости от уровня социально-экономического развития страны стараются избегать резких колебаний обменных курсов национальных валют. Наоборот, они поддерживают относительно фиксированный обменный курс национальной валюты по отношению к валютам стран, с которыми сложились наиболее тесные экономические связи, в том числе внешнеторговые.

Динамика инфляции. Эмпирические данные показывают, что среди стран с формирующимися рынками наилучшие (относительно низкие и менее изменчивые) показатели темпов инфляции характерны для экономик с режимами фиксированной привязки обменного курса. Но данное преимущество перевешивает тот факт, что данные режимы не позволяют противостоять росту предложения национальных денег, возникающему в силу растущего профицита по текущим операциям платежного баланса, если курс национальной валюты недооценен. В таких условиях центральный банк вынужден наращивать официальные валютные резервы, увеличивая предложение национальных денег. Поэтому в стране периодически ускоряются темпы инфляции, что вынуждает центральный банк проводить резкие и неожиданные урегулирования номинального обменного курса.

Основные преимущества различных режимов привязки обменного курса можно свести к тому, что они позволяют центральному банку воздействовать на ожидания хозяйствующих субъектов. Если последние доверяют его формальному обязательству поддерживать прогнозируемое будущее значение обменного курса национальной валюты, то тем самым центральный банк может сдерживать и темпы будущей инфляции. В прошлом, как правило, когда центральный банк делал

формальное заявление о поддержании обменного курса национальной валюты на уровне, привязанном к определенному целевому значению, он фактически ему следовал. Политика формально объявляемого и практически реализуемого обменного курса совпадала. Но на протяжении 2000-х годов стало увеличиваться расхождение между формально провозглашаемым и фактическим режимами обменного курса.

Одновременно исследования показали, что если при фактическом режиме привязки обменного курса центральный банк не брал на себя твердых формальных обязательств, а лишь следовал им на практике, то ему не удавалось сдерживать девальвационные и инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов. Фактическая привязка обменного курса без формальных обязательств центрального банка оказывалась неэффективной.

Воздействие на экономический рост. Ретроспективный анализ показал, что темпы экономического роста были выше в странах, применявших промежуточные режимы обменного курса, главным образом в странах, где центральный банк поддерживал относительно стабильный номинальный курс национальной валюты, формально не привязывая его к единственной валюте-якорю. Более того, если перед страной стоит задача экономической реструктуризации, ускорения выхода из кризисной ситуации или повышения благосостояния, то предпочтительны именно промежуточные режимы обменного курса. Практика центральных банков стран с формирующимися рынками свидетельствует, что промежуточные режимы обменного курса позволяют достигать лучшего баланса между внутренним и внешним развитием, способствуют более высоким темпам роста среднедушевого выпуска по сравнению с другими режимами. Но данный вывод международных экспертов справедлив только в отношении стран, не завышавших реальный обменный курс. В противном случае, если обменный курс национальной валюты при режиме жесткой или мягкой привязки завышен, это будет снижать конкурентоспособность национальной продукции, а тем самым тормозить экономическое развитие.

Внешнеторговые связи. Установлено, что между странами — членами валютного союза складываются тесные внешнеторговые связи. Но последние межстрановые исследования показали,

² Например, в условиях финансового кризиса Банк России проводил политику постепенной девальвации рубля за счет: а) включения в расчет открытой валютной позиции забалансовых операций; б) разрешения экспортерам не репатриировать валютную выручку, а напрямую направлять ее на погашение внешних обязательств; в) оказания поддержки валютной ликвидностью как системно важным банкам, так и через ВЭБ крупнейшим предприятиям, столкнувшимся с проблемами в обслуживании внешней задолженности.



что сходным образом развивается торговая интеграция, если страны — торговые партнеры привязывают свои валюты к одной якорной валюте. Поэтому для развития торговой интеграции странам менее выгодны промежуточные режимы обменного курса. Одновременно было также обнаружено, что в странах с формирующимися рынками (исключая периоды кризисов и стрессов) потоки капиталов при привязанных и промежуточных режимах обменного курса в большей мере способствуют росту потребления, чем потоки капиталов при режимах плавающего курса. Одно из возможных объяснений этой особенности состоит в следующем. При более жестких режимах волатильность реального обменного курса меньше, что способствует более «стабильным» формам потоков капитала (таким как прямые иностранные инвестиции). Тогда как при режимах плавающего обменного курса могут доминировать «горячие деньги» портфельных инвестиций, оказывающие негативное воздействие на внутреннее потребление.

В целом, как показывают результаты масштабных исследований международных экспертов (187 стран — членов МВФ), режимы с различными формами привязки обменного курса национальной валюты на долгосрочном временном интервале позволяют странам с формирующимися рынками добиваться более низких темпов инфляции, более низкой волатильности номинального и реального обменного курса, большей торговой открытости [5]. Все это вместе позволяет поддерживать им более высокие темпы экономического роста, чем в странах, следующих иным режимам обменного курса. В то же время, учитывая возрастающую роль и динамику международных финансовых притоков/оттоков капитала (прямых и портфельных инвестиций, международных кредитов и трансфертов), большинство центральных банков стран с формирующимися рынками столкнулись в последнее время с проблемой сильной волатильности своих обменных курсов. Это побудило центральные банки данной группы стран пересмотреть свои стратегии инвалютных интервенций.

Валютные интервенции и их частота

Практически все национальные центральные банки проводят валютные интервенции, преследуя различные цели, среди которых принято выделять интервенции для:

- сглаживания краткосрочных колебаний обменного курса, оцениваемых монетарными властями как «неверные» или нежелательные;
- аккумуляции валютных резервов в объемах, обеспечивающих национальной экономике нужный запас прочности;
- повышения международной конкурентоспособности национальных предприятий [6];
- насыщения рынков валютной и национальной ликвидностью;
- достижения целей монетарной политики при таргетировании инфляции.

Перечисленные цели валютных интервенций не являются взаимно исключаящимися. В каждый данный момент времени национальный центральный банк может стараться одновременно решить несколько задач. Например, центральный банк может проводить интервенции с целью наращивания валютных резервов, которые потом предполагает использовать и для формирования подушки безопасности, и для повышения конкурентоспособности отечественных товаропроизводителей. Но вне зависимости от преследуемых целей при проведении валютных интервенций центральные банки учитывают каналы их воздействия на участников финансового рынка и реальный сектор экономики, а также степень воздействия, подбирая тактику и методы вмешательства.

Результаты эмпирических исследований показывают, что:

- процесс формирования нужных центральному банку ожиданий носит нелинейный характер, а их усиленное формирование может давать обратный результат;
- стерилизованные валютные интервенции не направляют ближайшие ожидания участников в планируемом центральным банком направлении;
- первоначально валютные интервенции оказывают воздействие на краткосрочные прогнозы динамики обменного курса;
- помимо валютных интервенций, для формирования нужных центральному банку ожиданий следует учитывать процентный дифференциал по отношению к базовой ставке в США и величину суверенной рискованной премии;
- для успешности валютных интервенций необходимо как можно большее ограничение спекулятивных сделок на внутреннем валютном рынке и применение стратегий типа *carry trade*.

Указанные моменты Банк России не учитывал при определении своей тактики и инструментов



валютных интервенций до 10 ноября 2014 г. Более того, реализованная Банком России тактика валютных интервенций на протяжении большей части 2014 г. не формировала у участников рынка нужные центральному банку ожидания. По сути, она указывала на возможность получения коммерческими банками быстрых дополнительных доходов в условиях сужения процентной маржи и нарастания числа убыточных кредитов.

В ноябре 2014 г. Банк России вместо изменения тактики валютных интервенций объявил о переходе на плавающий обменный курс, хотя условия для этого не были сформированы. Это спровоцировало паническое бегство от рубля не только резидентов, но и стран — членов Таможенного союза. В результате Банк России был вынужден проводить валютные интервенции не для «ограничения чрезмерных колебаний рублевой стоимости бивалютной корзины на внутреннем рынке», а для предотвращения катастрофического обвала рубля, недопустимого сжатия рублевого рынка денег и восстановления относительного доверия на межбанковских рынках. После 10 ноября 2014 г. и количество валютных интервенций, и их масштабы стали возрастать и сильно зависеть от поведения участников финансового рынка. В резко ухудшившихся условиях «пожарная» стабилизация ситуации стала основным приоритетом монетарной политики Банка России, в том числе и за счет средств налогоплательщиков.

Международный опыт стран с формирующимися рынками показывает, что до 80% всех центральных банков этой группы стран считают важным приоритетом монетарной политики сдерживание спекулятивного давления на обменный курс национальной валюты. Причем многие центральные банки (за счет использования валютных резервов страны) проводят интервенции с целью уменьшения резкой волатильности притоков/оттоков капитала, тем самым корректируя чрезмерное укрепление (обесценение) национальной валюты [7].

Выбор частоты и объемов интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке должен не подрывать, а способствовать снижению валютных рисков для макроэкономической и финансовой стабильности. Во-первых, валютные интервенции могут ограничивать текущее воздействие на номинальный обменный курс притоков/оттоков капитала, но только если они носят спекулятивный или циклический характер (в отличие от

фундаментальных или структурных факторов). Во-вторых, частота и размер интервенций зависят от типа притока/оттока капитала (прямые или портфельные иностранные инвестиции, кредиты или трансферты). Установлено, что большинство центральных банков считают, что если притоки капитала в основном являются прямыми иностранными инвестициями, следует позволить обменному курсу найти новый равновесный уровень. В то же время портфельные инвестиции (особенно краткосрочные) следует рассматривать как потенциальный источник излишней волатильности обменного курса и/или совокупного валютного риска для национальной экономики. Порождаемые ими проблемы во многом зависят от того, привлечены они фундаментальными факторами экономики или циклическими и спекулятивными мотивами. В последнем случае, если центральный банк не ограничивает изменчивость притоков/оттоков портфельных инвестиций, то, по сути, его бездействие в перспективе будет усиливать излишнюю волатильность обменного курса национальной валюты, стимулировать ускорение будущих темпов инфляции и сдерживать экономический рост.

Курсовая политика Банка России в 2010–2014 гг.

В период с 2010 г. по первую половину 2013 г. укрепление реального эффективного курса рубля по отношению к основным иностранным валютам (доллару США и евро) способствовало притоку иностранного капитала в российскую экономику. Об этом свидетельствует, в частности, рост отрицательной величины чистой международной инвестиционной позиции банковского сектора РФ в указанный период. После мая 2013 г. ситуация кардинально изменилась: начался тренд обесценения российской валюты. Тенденция к обесценению рубля наряду с усилением в 2014 г. волатильности обменного курса спровоцировала ускорение оттока капитала из страны (и иностранного, и национального) и резкий рост спроса хозяйствующих субъектов на иностранную валюту.

Первоначально смену тренда динамики обменного курса рубля в 2013 г. большинство экспертов объясняли изменениями в отношении международных инвесторов к валютам всех стран с формирующимися рынками и начавшейся в этой группе экономик нисходящей фазы кредитного цикла [8]. В 2014 г. понижательное



давление на обменный курс рубля стали оказывать не только общие для стран с формирующимися рынками, но и чисто специфические, характерные лишь для России факторы. Тем не менее Банк России, реализуя ранее установленные задачи монетарной политики на 2014 г., следовал курсу на переход от управляемого режима обменного курса рубля на режим гибкого плавления [9].

Исходя из стандартного теоретического подхода (так называемое «биполярное предписание»³), Банк России полагал, что переход к гибко плавающему режиму обменного курса рубля позволит эффективнее абсорбировать негативные внешние шоки и будет способствовать поддержанию макроэкономической и финансовой стабильности в российской экономике.

10 ноября 2014 г. Банк России объявил об отказе от прежней курсовой политики (де-юре относившейся к управляемым режимам) [10], отменив интервал допустимых значений стоимости бивалютной корзины, на границах и за пределами которого он совершал регулярные валютные интервенции. Однако смена режима обменного курса не привела к ожидавшейся Банком России финансовой стабилизации, а наоборот — спровоцировала панику на финансовых рынках. Более того, если исходить из наиболее часто используемого в теоретической литературе определения различных финансовых кризисов, то смена режима обменного курса в нашей стране стала триггером серьезного валютного кризиса, угрожающего перерасти в полномасштабный системный банковский кризис [11].

В 2010–2014 гг. Банк России ставил задачу подготавливать условия для перехода к режиму гибкого обменного курса рубля, определяемого фундаментальными макроэкономическими факторами. Но фактически вместо «сокращения прямого вмешательства в механизм курсообразования» он продолжал таргетировать эффективный курс рубля, постоянно проводил масштабные прямые или косвенные (через операции Сбербанка

и других государственных банков) валютные (рублевые) интервенции. Публично раскрываемые Банком России данные не позволяют точно оценить степень административного воздействия таких операций на текущий номинальный курс рубля.

На протяжении всего рассматриваемого периода фактически валютная политика Банка России носила реактивный характер, следуя за колебаниями спроса и предложения на внутреннем валютном рынке. Масштабы и регулярность валютных интервенций, по сути, означали признание Банком России, что он не в состоянии достичь поставленной цели — стабилизировать валютные ожидания (поставить на «якорь»), т.е. создать условия для перехода к плавающему обменному курсу рубля.

Тем не менее Банк России принимает решение о переходе к режиму плавающего валютного курса в неблагоприятных для экономики России внешних и внутренних условиях:

- секторальных внешних санкций;
- замедления темпов экономического роста (фактически начавшейся экономической рецессии);
- ускорения темпов инфляции;
- усиления напряженности в бюджетной системе страны (рост дефицитов региональных и местных бюджетов);
- разветывания валютной паники среди населения и хозяйствующих субъектов;
- погашения значительной внешней задолженности российских корпораций и банков.

Подобное сочетание условий уже само по себе указывало на плохой выбор времени смены режима обменного курса. При этом Банк России оставил за собой возможность проведения операций на внутреннем валютном рынке по сглаживанию чрезмерных колебаний рублевой стоимости бивалютной корзины, не разъяснив, какие колебания номинального обменного курса, по его мнению, являются «чрезмерными».

В результате за два последующих месяца, с 10 ноября 2014 г. по 13 января 2015 г., Банк России для предотвращения краха банковской системы был вынужден провести 15 валютных интервенций на сумму более 13,1 млрд долл., резко увеличить программы рублевого и инвалютного рефинансирования банков. Более того, для относительной нормализации ситуации на национальных финансовых рынках Банку России пришлось

³ В 1999 г. МВФ рекомендовал странам-членам выбирать либо режим фиксированной привязки, включая валютный совет, либо режим гибкого плавления, поскольку, как показывали результаты эконометрического анализа, промежуточные режимы обменного курса делали национальные экономики более уязвимыми перед внешними шоками. На практике лишь в отдельных странах с формирующимися рынками была реализована данная рекомендация, а среди большинства распространилась так называемая «боязнь свободного плавления».



Таблица 1

Динамика обменного курса рубля в 2010–2014 гг.

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014
Номинальный курс доллара США к рублю на конец периода, руб. за 1 долл. США	30,48	32,20	30,37	32,73	56,26
Номинальный курс евро к рублю на конец периода, руб. за 1 евро)	40,33	41,67	40,23	44,97	68,34
Индекс номинального курса рубля к доллару США, % прироста к декабрю предыдущего года	–3,0	–1,9	2,3	–6,5	–40,6
Индекс номинального курса рубля к евро, % прироста к декабрю предыдущего года	7,4	–1,7	2,9	–10,5	–34,1
Индекс реального курса рубля к доллару США, % прироста к декабрю предыдущего года	4,0	1,1	7,2	–2,0	–34,4
Индекс реального курса рубля к евро, % прироста к декабрю предыдущего года	14,5	1,6	7,2	–5,9	–26,7
Индекс реального эффективного курса рубля к иностранным валютам, % прироста к декабрю предыдущего года	6,9	3,8	5,3	–2,8	м27,2

Источник: <http://www.cbr.ru/statistics/print>.

привлекать и ресурсы Министерства финансов РФ, а Правительству призвать крупнейших экспортеров продавать свои инвалютные запасы.

Комплекс мер, на которые был вынужден пойти Банк России для относительной стабилизации ситуации после объявления о переходе на гибко плавающий обменный курс, не соответствует типичным мерам, предпринимаемым центральными банками для сглаживания излишней волатильности обменного курса национальной валюты. Предпринятые меры свидетельствуют о реализации ошибочного управленческого решения о смене режима обменного курса.

Как показывают многочисленные эмпирические исследования, волатильность обменного курса национальной валюты определяется как интенсивностью трансграничных потоков капитала, так и возможными изменениями в поведении участников (резидентов и нерезидентов) финансовых рынков. Интенсивность трансграничных потоков капитала показывает, что, начиная со второй половины 2013 г., наша страна, как и другие страны с формирующимися рынками, столкнулась со значительным оттоком иностранного капитала. В отличие от ряда других стран с формирующимися рынками, в России этот процесс был усугублен неэффективной курсовой политикой Банка России. В результате номинальный и реальный курсы рубля обесценились по отношению к основным иностранным валютам

(доллару США и евро) в существенно большей степени, чем валюты других стран с формирующимися рынками (табл. 1).

Что же касается поведения хозяйствующих субъектов, то ошибочные действия Банка России спровоцировали широкое распространение ожиданий дальнейшей девальвации российского рубля, стремительное возрождение долларизации экономики и усиление валютных рисков.

Меры Банка России и волатильность обменного курса рубля

Меры, принятые Банком России 17 декабря 2014 г. по поддержанию устойчивости российского финансового сектора, не решают фундаментальные проблемы, связанные с дальнейшим обесценением рубля и сильной волатильностью обменного курса. Их условно можно определить как очередное «латание дыр» перекредитованного финансового (банковского) рынка, а именно:

- введение временного моратория на признание отрицательной переоценки по портфелям ценных бумаг банков и некредитных финансовых организаций;
- предоставление банкам временного права использовать при расчете пруденциальных требований по операциям в иностранной валюте средний курс, рассчитанный за предыдущий квартал;
- предоставление банкам инвалютных средств в рамках механизмов валютного РЕПО



и предоставления кредитов, обеспеченных нерыночными активами;

- отсутствие ограничений значения полной стоимости потребительского кредита (займа) при заключении банками и ломбардами договоров потребительского кредита (займа);

- увеличение диапазона стандартного рыночного отклонения процентных ставок по вкладам населения в банках от расчетной средней рыночной максимальной процентной ставки до 3,5 п.п. (вместо предыдущего значения в 2 п.п.);

- предоставление банкам возможности не ухудшать оценку качества обслуживания долга вне зависимости от оценки финансового положения заемщика по ссудам, реструктурированным, например, в случае изменения валюты долга, вне зависимости от изменения срока погашения ссуды (основного долга и/или процентов), размера процентной ставки;

- предоставление банкам возможности принимать решение о неухудшении оценки финансового положения заемщика для целей формирования резервов под потери, если изменения финансового положения обусловлены действием введенных отдельными зарубежными государствами ограничительных экономических и/или политических мер;

- увеличение срока, в течение которого банк вправе не увеличивать размер фактически сформированного резерва по ссудам заемщикам, финансовое положение и/или качество обслуживания долга, и/или качество обеспечения по ссудам которых ухудшилось вследствие возникновения чрезвычайной ситуации с 1 года до 2 лет;

- увеличение срока, в течение которого банк может не формировать резерв на возможные потери по кредитам на реализацию инвестиционных проектов, сохранив при этом иные существующие минимальные требования к размеру резерва, установленные в зависимости от количества лет, отсутствия платежей по инвестиционным кредитам либо поступающих в незначительных размерах;

- отмена повышенного коэффициента риска в отношении ссуд, предоставленных лизинговым и факторинговым компаниям — участникам банковской группы, в состав которой входит банк-кредитор;

- введение пониженного коэффициента взвешивания по риску для номинированных в рублях кредитов российским экспортерам при наличии

договора страхования ЭКСАР (Экспортное страховое агентство России) [12].

В ближайшей перспективе все эти меры приведут к росту «плохих долгов» финансового (банковского) сектора, росту процентного, кредитного, рыночного и валютного рисков, что негативно скажется на обменном курсе рубля, его дальнейшей девальвации и повышенной волатильности. В этом случае потребность в валютных интервенциях будет возрастать, но вести они будут не к установлению «упорядоченных рыночных условий», а к реактивному дискретному («ручному») вмешательству в функционирование национального рынка денег и его валютного сегмента.

Представляется, что в нынешних условиях Банку России предпочтительнее признать очевидное: его формальная попытка перейти на плавающий режим обменного курса рубля была несвоевременной (или провальной) и поэтому следует вернуться к прежней практике режима управляемого плавания. Это позволит частично преодолеть проблему несовпадения юридически установленного и фактически применяемого режимов обменного курса рубля, а тем самым хотя бы частично восстановить доверие к валютной политике центрального банка.

Эффективность управления обменным курсом рубля в новых макроэкономических условиях во многом будет определяться тем, на какие дополнительные меры готов пойти Банк России. Опыт центральных банков стран с формирующимися рынками демонстрирует, что возможно использование широкого спектра дополнительных мер, как фискальных, так и пруденциальных. Так, в качестве примера можно отметить несколько таких дополняющих мер, как:

- ограничение на передачу банками стерилизующих облигаций нефинансовому сектору;

- выплата повышенных процентов по иввалютным депозитам, хранимым коммерческими банками в центральном банке;

- повышенные резервные требования по депозитам в местной валюте, хранимые нерезидентами;

- сочетание макропруденциальных мер и мер по управлению финансовым счетом платежного баланса;

- сочетание мер управления волатильностью потоков капитала и обменного курса;

- запрет на выделение иввалютных кредитов заемщикам, не получающим иввалютные доходы;



- введение нормативов инвалютной ликвидности;
- установление максимального лимита доли инвалютных пассивов в совокупных пассивах финансовых посредников;
- ограничение доли инвалютных кредитов в совокупном кредитном портфеле финансовых посредников и/или максимальной доли инвалютного кредитования по кредитным продуктам.

Выводы

Практика центральных банков стран с формирующимися рынками свидетельствует, что промежуточные режимы обменного курса позволяют достигать лучшего баланса между внутренним и внешним развитием и способствуют более высоким темпам роста среднедушевого выпуска по сравнению с другими режимами. Особенно они эффективны в периоды стрессовых и кризисных событий. Опыт этой группы стран показывает, что режим обменного курса следует рассматривать как инструмент достижения более общих целей национального развития и снижения рисков финансово-экономической стабильности.

На протяжении 2010–2014 гг. валютная политика Банка России носила реактивный характер, что не позволило ему стабилизировать валютные ожидания (поставить на «якорь») и создать условия для перехода к плавающему обменному курсу рубля. Формальный переход Банка России на гибко плавающий обменный курс в условиях, когда экономика уже вошла в фазу затяжной рецессии и усиления неопределенностей, спровоцировал рост ожиданий дальнейшей девальвации рубля, стремительное возрождение долларизации экономики и усиление валютных рисков.

С учетом относительной неразвитости российского финансового рынка и нехватки инструментов хеджирования рисков Банку России следует отойти от заимствования опыта валютной политики развитых стран и перейти к мерам макропруденциального валютного регулирования, характерным для стран с формирующимися рынками.

Литература

1. Habermeier K., Kokenyne A., Veyrune R., Anderson H. Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements // IMF working paper, 2009, N 211.
2. Андрияшин С. Перспективы режима таргетирования инфляции в России // Вопросы экономики. 2014. № 11. С. 115–116.

- Andryushin S. Prospects for inflation targeting in Russia. [Perspektivy rezhimata targetirovaniya inflatsii v Rossii // Voprosy ekonomiki]. 2014. № 11. С. 115–116.
3. Market Volatility and Foreign Exchange Intervention in EMEs: What Has Changed? // Bank for International Settlements, BIS Papers, 2013, № 73.
4. Combes J.-L., Kinda T., Plane P. Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate // Working paper, IMF, Wash., 2011, N 9; Ghosh A.R., Ostry J.D. Choosing an Exchange Rate Regime: A new look at an old question: Should countries fix, float, or choose something in between? // Finance & Development, 2009, December, P.38–40; Tsangarides Ch. Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries // IMF working paper, 2010, N 242.
5. Андрияшин С., Кузнецова В. Курсовая политика центральных банков стран с формирующимся рынком // Вопросы экономики. 2011. № 12. С. 24–27.
- Andryushin S., Kuznetsova V. Exchange rate policy of the central banks of emerging market countries [Kurovaya politika tsentral'nykh bankov stran s formiruyushchimsya rynkom] // Voprosy ekonomiki. 2011. № 12. С. 24–27.
6. Malloy M. Factors Influencing Emerging Market Central Banks' Decision to Intervene in Foreign Exchange Markets // IMF Working Paper, 2013, № 70.
7. Mohanty M.S. Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed? An overview. — Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed? // BIS Papers, 2013, № 73.
8. Global Financial Stability Report Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets, IMF, April, 2014, P.23.
9. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов // www.cbr.ru.
10. Ghosh A.R., Qureshi M.S., Tsangarides C.G. Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility // IMF Working Paper, 2014, № 146.
11. Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises Database: An Update // IMF Working Paper, 2012, № 163.
12. http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=17122014_171432dkp2014-12-17T17_02_49.htm.

