

## О валютной стабильности в условиях новой курсовой политики

**М. В. Ершов,**

главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, доктор экономических наук; <http://www.ershovm.ru>

Банк России 10 ноября 2014 г. отменил интервал допустимых значений стоимости бивалютной корзины, фактически отпустив в свободное плавание валютный курс рубля.

Этому предшествовала повышенная волатильность курса рубля, когда доллар и евро достигли своих максимальных значений 47,88 руб./дол. США и 59,31 руб./евро (рис. 1). «У нас сегодня наблюдаются спекулятивные прыжки курса, но думаю, что это в ближайшее время должно прекратиться», – отметил Президент России В. В. Путин во время выступления на саммите АТЭС<sup>1</sup>.



Источник: Банк России.

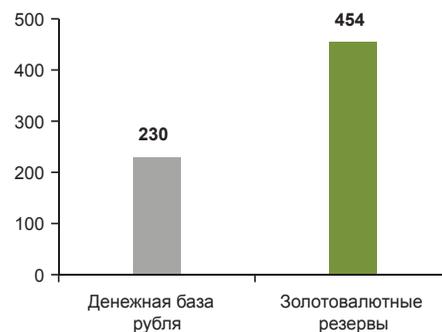
Рис. 1. Курс рубля к доллару и евро (руб./дол. США, руб./евро)

Неустойчивость подпитывается и противоречивыми прогнозами цен на нефть, и сохраняющимся режимом санкций. Очевидно, этому способствуют и попытки расширить рублевое финансирование посредством предоставления рублевой ликвидности (в том числе через инструменты рефинансирования). Последнее часто приводит к тому, что получаемые компаниями рублевые кредиты направляются на валютный рынок, вызывая снижение курса рубля и сокращение валютных резервов.

Ситуация складывается явно спекулятивная, нынешний курс рубля совершенно очевидно не соответствует его объективным экономическим показателям. Так, по оценке В. В. Путина, события на валютном

рынке «не связаны с фундаментальными экономическими причинами и факторами»<sup>2</sup>. Действительно, даже до масштабного снижения курса рубля, по оценкам ОЭСР, рубль был недооценен на 30%, а сейчас, естественно, на еще большую величину. Но, представляется, регулятор в лице Банка России располагает необходимыми инструментами для того, чтобы взять ситуацию под контроль.

Для этого необходим широкий комплекс мер (регулятивных, информационно-разъяснительных и др.), направленных на повышение доверия к рублю. В этих целях регулятору следовало бы более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми он располагает. Речь идет, в частности, о том, что размер международных (золотовалютных) резервов в настоящее время превышает величину денежной базы почти в 2 раза! (рис. 2). Другими словами, все рубли в экономике теоретически могут быть стерилизованы, а курс установлен таким, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Устойчивое увеличение сальдо торгового баланса и счета текущих операций платежного баланса (даже в условиях санкций) и соответствующий дополнительный приток валюты в экономику Российской Федерации лишь усиливают ука-



Источник: по данным Банка России.

Рис. 2. Международные (золотовалютные) резервы России и денежная база рубля (млрд дол. США), 1.10.2014

<sup>1</sup> <http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>

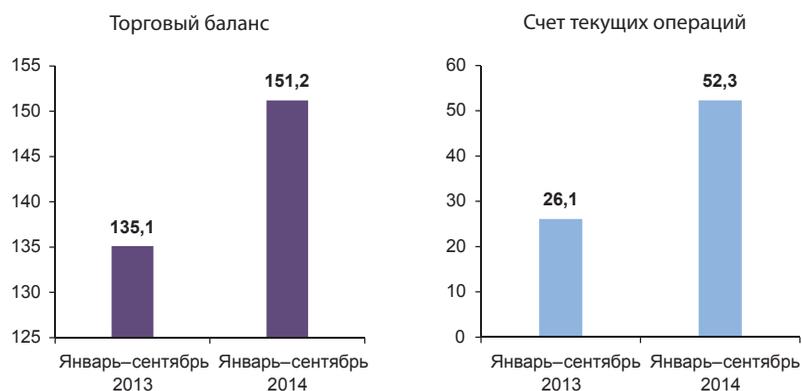
<sup>2</sup> <http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>

занные возможности (рис. 3). Такое понимание необходимо довести до участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а содействовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.

Действительно корпоративные внешние долги выше, чем золотовалютные резервы. (Этот довод часто приводится в качестве указания на шаткость положения на валютном рынке). Однако, во-первых, их значительная часть – это внутренние кредиты между связанными компаниями. Сроки платежей по ним растянуты во времени, и вряд ли следует ожидать, что весь объем долга будет одновременно представлен валютному рынку и потребует использования золотовалютных резервов. Во-вторых, следует в принципе оценить целесообразность использования национальных ресурсов и национальных активов для погашения обязательств частного сектора. (Другими словами, должно ли государство оплачивать те расходы, которые эти компании осуществляли, в том числе для повышения зарплат, дивидендов, бонусов и др.) Да, скажут нам, это делать необходимо, поскольку эти компании зачастую имеют стратегическое значение и их устойчивость означает сохранение устойчивости страны. Поэтому, если по стратегическим соображениям такие решения все-таки будут приняты, то тогда будет необходимо рассмотреть и использование дополнительных механизмов.

Для минимизации дестабилизирующего использования формируемых рублевых средств (в том числе для того, чтобы избежать нежелательного давления на валютный рынок и курс рубля), необходимо предусмотреть комплекс мер, направленных на дестимулирование ухода полученных рублей в валюту. Эти меры должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными (по опыту других стран, в частности, Швейцарии, Японии) и предполагать использование более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями, – норм резервирования, достаточности капитала и др. Должны использоваться налоговые стимулы, а также иные механизмы, предотвращающие нецелевой переток средств, дестабилизирующий рынок (в том числе посредством использования спецсчетов, валютных позиций и иных рычагов).

В случае сокращения объемов валютных резервов до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль можно на необходимое время вернуться к практике обязательной продажи части валютной выручки, а также использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке.



Источник: Банк России.

Рис. 3. Некоторые компоненты платежного баланса (млрд дол. США)

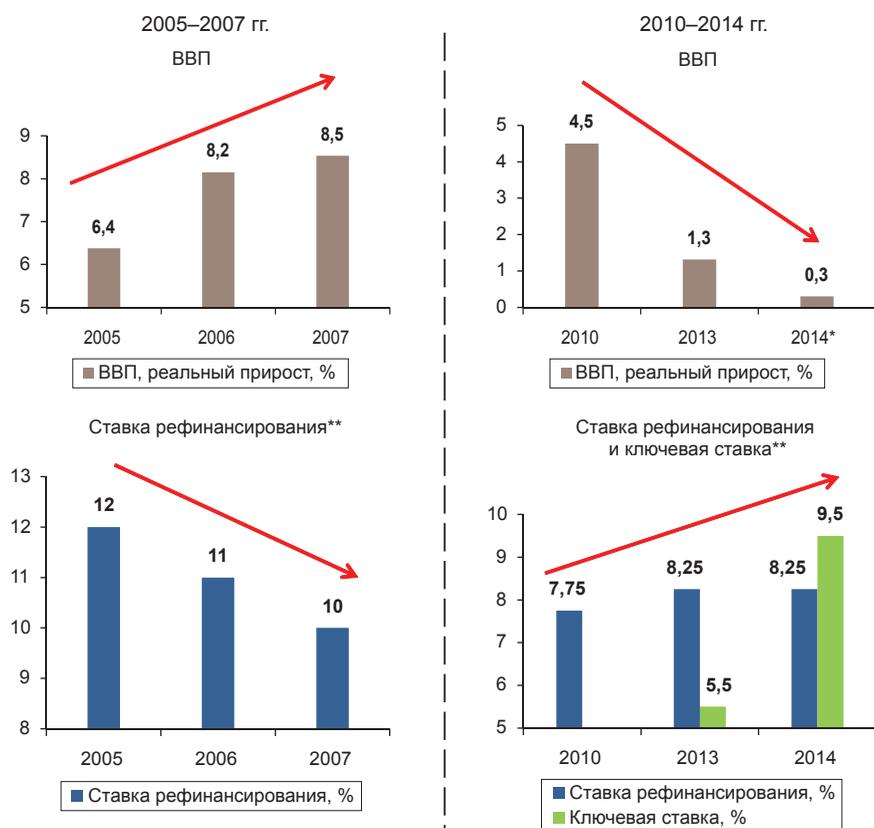
При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

Чтобы минимизировать повышательное воздействие на курс рубля вследствие продажи валюты, Центральному банку Российской Федерации следовало бы также рассмотреть возможность уменьшения участия Банка России в указанной операции при одновременном повышении роли Минфина. Последний может начать осуществлять выпуск целевых казначейских рублевых облигаций. На вырученные Минфином средства им будет затем покупаться валюта у экспортеров, которая может быть использована для целей адекватного валютного обеспечения экономических участников (для чего может быть создан специальный валютный фонд Минфина). При этом облигации должны покупаться за рубли, в первую очередь Центральным банком (за счет роста денежной базы, т. е. эмиссии рублей), у Минфина, который сможет использовать эти рубли для прямой покупки валюты у экспортеров (без выхода на валютный рынок). Это позволит миновать валютный рынок, уменьшив тем самым повышательное давление на курс рубля.

Формирующиеся таким образом валютные средства у Минфина будут использоваться как дополнительный валютный источник для остальных участников экономики, восполняя сокращающиеся вследствие санкций внешние валютные источники.

Для стимулирования экспортеров к продаже валюты необходимо, с нашей точки зрения, внедрить уже упомянутый широкий комплекс мер (резервов, балансовых нормативов, налоговых рычагов), формирующих более выгодные условия хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте.

Важную роль может сыграть такая мера, как ограничение предоставляемой рублевой ликвидности для экономики в целом, которая, конечно, перекроет приток спекулятивных ресурсов на валютный рынок. В то же время ее следует применять крайне *аккуратно*, поскольку она также ограничит рубли и для всех остальных видов рублевых операций (кредитов, депозитов и т. д.).



\* Прогноз Банка России (ноябрь 2014).  
 \*\* На конец года.

Источники: Росстат, Банк России.

Рис. 4. Рост экономики и ставка рефинансирования

Такой же аккуратности требует и использование другого рычага – процентной ставки (ключевой ставки и ставки рефинансирования). Стабилизируя валютный курс, она одновременно может замедлить экономический рост. По крайней мере за последние годы рост ставок, как правило, сопровождался замедлением экономического роста и наоборот – при их снижении отмечался экономический рост<sup>1</sup> (рис. 4).

В то же время для стабилизации валютного рынка возможно использовать рычаги «ограниченного» действия именно на валютный рынок. Напомним в этой связи об успешно применявшихся ранее рычагах дестимулирования ухода в валюту, когда в 1998 г. была введена так называемая «нулевая валютная позиция по конверсионным операциям»<sup>2</sup>. При всей жесткости этой меры она позволила удержать рынок от дальнейшего падения, а затем – через несколько месяцев, когда ситуация стабилизировалась, она была отменена. Поэтому если давление на рынок будет высоким, то не исключена возможность использования похожих стабилизирующих мер и сейчас (но снова лишь на время). В целом для укрепления устойчивости и предсказуемости валютно-финансовой сферы целесообразно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение стабильного реального курса рубля. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов, предоставляемых производственным предприятиям.

Таким образом, отчетливая формулировка своих курсовых предпочтений со стороны регулятора и донесение их до участников рынка наряду с использованием всех имеющихся нормативов и иных механизмов «сдержек и противовесов» даст участникам рынка понимание характера планирующихся подходов и будет «перенастраивать» их на модификацию своей валютной корзины в пользу рублей, способствуя тем самым и повышению валютной стабильности в целом. ■

<sup>1</sup> Естественно, при всей множественности факторов, влияющих на рост экономики.

<sup>2</sup> Указание Банка России от 30.09.98. № 367-У «О порядке учета курсовых разниц по валютным операциям в кредитных организациях». Эта мера существенно ограничивала нетранзакционный (отличный от обеспечения внешнеторговой деятельности клиентов, бесперебойной работы обменных пунктов и операций с банковскими картами) спрос банков на валюту. Фактически на конец операционного дня участники валютного рынка не могли иметь больше валюты, чем в начале дня (если речь шла о валюте, которая не была связана с обслуживанием внешнеторговых контрактов, а была приобретена как страховой актив или для спекулятивных целей).