

# Об обеспечении стабильности валютного курса в условиях санкций и режима плавления

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

**Банк России в очередной раз повысил ключевую ставку, а чуть вскоре объявил режим плавающего валютного курса рубля. Это сопровождалось усилением курсовой волатильности.**



Михаил Ершов

Стоимость бивалютной корзины в октябре повысилась на 4,3 рубля, а за первую неделю ноября еще на 4,6 руб. Курсы доллара и евро достигли максимальных значений – 47,88 руб./долл. и 59,31 руб./евро. Указанные колебания предшествовали важному событию

на валютном рынке – фактическому введению плавающего валютного курса рубля.

При этом согласно объявленной политике «инфляционного таргетирования» предполагалось, что при режиме плавления курса процентные ставки, напротив, будут находиться под более жестким контролем. Фактически же, однако, наблюдается и волатильность курса, и постоянный рост процентных ставок (график 1-2), который инициируется самими ЦБ РФ.

Все это, естественно, сопровождается повышенной волатильностью, увеличивая нервозность, как участников финансового рынка, так и всей экономики в целом. Неустойчивость подпитывается и противоречивыми прогнозами цен на нефть, а также попытками расширить рублевое финансирование посредством предоставления рублевой ликвидности (в т.ч. через инструменты рефинансирования).

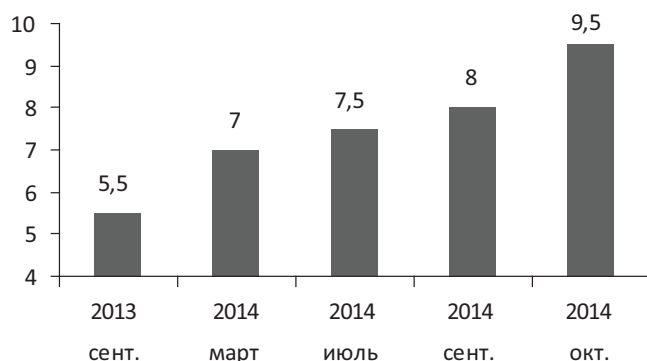
Действительно, в нынешних условиях часто отмечается ситуация, когда берущиеся компаниями рублевые кредиты

идут на валютный рынок, вызывая снижение курса рубля и сокращение валютных резервов. В то же время ситуация выглядит спекулятивной, нынешний курс рубля, очевидно, не соответствует его объективным экономическим показателям. Еще до масштабного снижения курса рубля, по оценкам ОЭСР, рубль был недооценен на 30%, а сейчас, естественно, на еще большую величину. И, представляется, что регулятор вполне располагает необходимыми инструментами для того, чтобы поставить ситуацию под контроль.

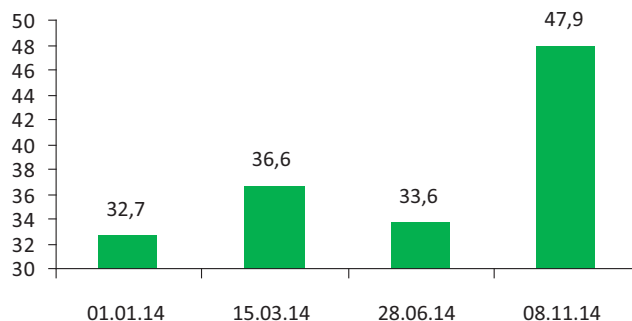
«У нас сегодня наблюдаются спекулятивные прыжки курса, но думаю, что это в ближайшее время должно прекратиться, имея в виду те действия, которые предпринимает Центробанк в ответ на действия спекулянтов», – сказал Владимир Путин во время выступления на саммите АТЭС(1).

В такой ситуации важен широкий комплекс мер (регулятивных, информационно-разъяснительных и др.), включая при необходимости интервенции ЦБ для повышения устойчивости

**[График 1]** Ключевая ставка Банка России, %



**[График 2]** Валютный курс доллара к рублю (руб. за 1 долл. США)



Источник: ЦБ РФ.

валютного рынка. ЦБ РФ (в своем заявлении от 10.11.2014 г.) указывается, в частности, то, что проведение валютных интервенций возможно «в случае возникновения угроз для финансовой стабильности»(2). Так, в целях повышения доверия к рублю Центральному банку целесообразно более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми регулятор располагает. Речь идет в частности о том, что размер золотовалютных резервов в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) почти в 2 раза! (график 3). Другими словами, все рубли в экономике теоретически могут быть стерилизованы, а курс может быть установлен таким, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Устойчивый прирост положительного сальдо ТБ и ПБ (даже в условиях санкций) и соответствующий дополнительный приток валюты в экономику РФ лишь усиливает указанные возможности (график 4). Такое понимание необходимо довести до участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а действовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.

Действительно, корпоративные внешние долги выше, чем ЗВР. (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 ЗВР. 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 т.ч. повышение зарплат, дивиден-

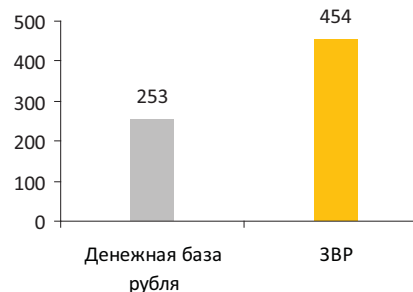
ды, бонусы и др.) «Да, - скажут нам, - это делать необходимо, поскольку эти компании часто играют стратегическое значение и их устойчивость означает сохранение устойчивости страны». Поэтому, если по стратегическим соображениям такие решения все-таки будут приняты, то тогда будет необходимо рассмотрение и использование дополнительных механизмов.

Для минимизации дестабилизирующего использования формируемых рублевых средств (в т.ч. для избегания 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 должны 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).

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.).

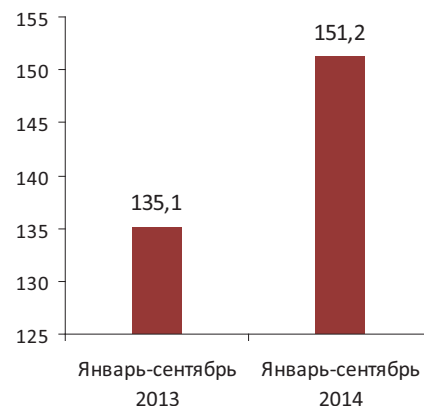
Такой же аккуратности требует и использование другого рычага – процентной ставки (ключевой ставки и ставки рефинансирования). Стабилизируя валютный курс, она одновременно может замедлить экономический рост. По крайней мере за последние годы рост ставок всегда сопровождался замедлением экономического роста, и наоборот, при их снижении отмечался экономиче-

**[График 3]** Золотовалютные резервы России и денежная база рубля (млрд. долл.)



Источник: по данным ЦБ РФ.

**[График 4]** Торговый баланс РФ (млрд. долл.)



Источник: ЦБ РФ.

ский рост (естественно, при всей множественности факторов, влияющих на рост экономики) (график 5).

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. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

Чтобы минимизировать повышательное воздействие на курс рубля вследствие продажи валюты Центральному банку необходимо также рассмотреть возможность уменьшения участия ЦБ 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).

Облигации должны покупаться за рубли в первую очередь Центральным банком (за счет роста денежной базы – т.е. эмиссии рублей) у Минфина, который затем будет 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 также внедрить уже упомянутый выше широкий комплекс мер (резервов, балансовых нормативов, налоговых рычагов), формирующих более выгодные условия хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте.

Напомним также и об успешно применявшихся ранее рычагах дестимулирования ухода в валюту, когда в 1998 г. была введена, так называемая, «нулевая валютная позиция по конверсионным операциям»(3,4). При всей жесткости этой меры она позволила удержать рынок от дальнейшего падения, а затем – через

несколько месяцев, когда ситуация стабилизировалась – эта мера была отменена. Поэтому, если давление на рынок будет высоким, то не исключена возможность использования похожих стабилизирующих мер и сейчас (но опять – 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.

Новые вызовы требуют новых механизмов для их решений. При этом важно, чтобы рынок понимал намерения и действия регуляторов, что делает крайне актуальным разъяснения и «словесные интервенции» со стороны последних. Правильное выстраивание подходов в такой высокочувствительной сфере как валютная является необходимым условием для увеличения стабильности этой сферы и стабильности всей экономики. 

**[График 5]** Россия: рост экономики и ставка рефинансирования



\*прогноз ЦБ РФ (ноябрь 2014).

\*\* на конец года.

Источник: Росстат, ЦБ РФ.

#### Сноски:

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

(2) О параметрах курсовой политики Банка России. ЦБ РФ. 10.11.2014.

(3) Указание ЦБ РФ №367-У от 23.09.98.

(4) 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 чисто как страховой актив или для спекулятивных целей).