

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

С.К. Дубинин¹,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

Н.А. Миклашевская²,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

ПЕРЕХОД К СВОБОДНОМУ КУРСООБРАЗОВАНИЮ В РОССИИ В РАМКАХ СТРАТЕГИИ, НАПРАВЛЕННОЙ НА ДОСТИЖЕНИЕ ЦЕНОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Статья посвящена анализу причин и последствий политики перехода от регулируемого валютного курса к свободному курсообразованию, проводимой Банком России в рамках стратегии таргетирования инфляции. Исследуются теоретические основы данной политики. Выявлена специфика ее реализации в странах с формирующимися рынками. Особое внимание сосредоточено на особенностях перехода к свободному курсообразованию в России в условиях западных санкций и падения мировых цен на нефть. Показано, что существуют серьезные риски подобного перехода, которые должны приниматься в расчет органами государственного регулирования экономики. Делается вывод о том, что переход к свободному курсообразованию может быть целесообразным только при наличии необходимых условий.

Ключевые слова: режимы валютного курса, «управляемое плавание», свободное курсообразование, таргетирование инфляции, валютные интервенции, девальвация.

S.K. Dubinin,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

N.A. Miklashevskaya,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

SWITCHING TO FLOATING EXCHANGE RATE IN RUSSIA UNDER THE STRATEGY OF PRICE STABILITY

The article focuses on the implementation of the exchange rate policy of the Bank of Russia aimed to switch from the managed arrangement to floating under inflation targeting. It provides a theoretical framework of such policy with special regard to emerging countries. The main part of the article deals with the policy issues, which Russia has been facing within the western sanctions and oil

¹ Дубинин Сергей Константинович, докт. экон. наук, зав. кафедрой финансов и кредита экономического ф-та; тел.: +7 (495) 663-47-43; e-mail: dsk@vtbcapital.com

² Миклашевская Нина Анатольевна, канд. экон. наук, доцент кафедры политической экономики экономического ф-та, тел.: +7 (495) 939-33-03; e-mail: myklo@mail.ru

price falling at the world market. It contains the analysis of risks, which countries implementing the switching to floating may be exposed to and which should be taken into account by government authorities. Special attention is paid to the measures of economic policy to minimize the risks. It is concluded that the switching to floating may be appropriate only in case of availability of a set of required conditions.

Key words: exchange rate arrangements, “managed floating”, floating, inflation targeting, foreign exchange interventions, devaluation.

1. Целесообразность перехода к свободному курсообразованию в России

Переход к свободному курсообразованию в России в ноябре—декабре 2014 г. явился закономерным этапом последовательной реализации политики либерализации экономики, которая осуществляется российским руководством на протяжении последних двадцати лет. Как отмечают большинство исследователей, переход к инфляционному таргетированию и свободному курсообразованию в странах с формирующимися рынками с либерализованными финансовыми режимами протекает болезненнее, чем в развитых странах, и занимает более продолжительный период. Возможность центрального банка (ЦБ) воздействовать на валютный курс в этих странах определяется целым рядом показателей: сальдо платежного баланса, цена зарубежного финансирования, режим и степень волатильности валютного курса, состояние государственного бюджета, уровень инфляции.

Для развивающихся стран, которые планируют перейти к свободному курсообразованию в рамках стратегии, направленной на достижение ценовой стабильности, большое значение имеет определение степени готовности страны к подобному переходу. Необходимо оценить риски и разработать возможные меры макроэкономической политики, направленные на их ограничение. Те страны, которые обладают положительным сальдо платежного баланса, бездефицитным государственным бюджетом и относительно низкой инфляцией, располагают «большим пространством» в сфере монетарной политики [Roaf et al., 2014, p. 49].

Объявление о намерении в ближайшее время перейти к свободному курсообразованию Банк России сделал в октябре 2013 г., что было вполне оправданным в условиях направленности регулятора на достижение ценовой стабильности. Вплоть до декабря 2014 г. система определения курса рубля к бивалютной корзине на практике не претерпевала каких-либо существенных изменений. Она предполагала постоянные валютные интервенции ЦБ РФ на валютном

рынке, поэтому его политику накануне перехода к свободному курсообразованию следует характеризовать как «управляемое плавание».

Банк России изначально планировал перейти к гибкому курсу рубля с января 2015 г. Однако падение цен на нефть на мировом рынке в сочетании с введением США и ЕС санкций против ведущих банковских институтов нашей страны, прекращение кредитования российских банков и корпораций со стороны институтов глобального рынка вызвали резкое падение курса рубля. Это заставило российские денежные и финансовые власти отказаться от регулирования валютного курса в рамках коридора и ускоренно перейти к практике свободного курсообразования. При этом интервенции на валютном рынке периодически возобновляются. Они дополнены внедрением указаний и планов продажи валютной выручки для ведущих корпораций-экспортеров.

Переход к свободному курсообразованию явился логическим продолжением государственной экономической политики, направленной на включение России в процесс глобализации в качестве полноправного участника. В этой связи денежно-кредитная политика вместе с политикой валютного курса выступает составной частью государственной экономической политики, горизонт задач которой гораздо шире. Ее основными задачами являются:

- обеспечение условий для достижения устойчивого долгосрочного экономического роста;

- создание условий для использования национальной денежной единицы в качестве основного средства сбережений населения. В условиях роста числа людей пенсионного возраста данная задача становится все более важной;

- трансформация внутренних сбережений в инвестиции в национальную экономику. Недостаток внутренних сбережений для развития национальной экономики особенно отчетливо проявился под давлением западных санкций, ограничивших доступ российских экономических агентов к внешним источникам финансирования. Решение этой задачи требует таких структурных преобразований отечественных экономических и юридических институтов, которые способны обеспечить высокое доверие населения к банковской системе и иным финансовым институтам, включая страховые компании и негосударственные пенсионные фонды, что позволит создать благоприятный инвестиционный климат в стране в долгосрочном периоде.

Решению данного широкого круга задач лучше всего соответствует политика контроля и сдерживания инфляции (таргетирования инфляции) внутри национальной экономики. Ее суть состоит в выборе стабильности цен как основной долгосрочной цели де-

нежно-кредитной политики. При этом в условиях полной конвертируемости национальной валюты свободное плавание валютного курса, зависящее от спроса и предложения на валютном рынке, также является желательным инструментом денежно-кредитной политики.

Удержание инфляции на низком уровне в течение длительного времени (в соответствии с последними заявлениями Банка России, среднесрочный целевой уровень инфляции к 2017 г. должен составлять 4%) позволит существенно повысить уровень доверия к российской валюте и национальной финансовой системе. При низкой инфляции экономические агенты «фактически перестают реагировать на изменение валютного курса, поскольку он не оказывает заметного влияния на покупательную способность их доходов и сбережений. Бизнес не стремится менять цены при снижении курса, а в случае роста спроса на свою продукцию скорее повысит выпуск, чем цены» [Юдаева, 2014, с. 7]. Нечувствительность экономических агентов к колебаниям валютного курса при низкой инфляции позволяет преодолеть и такое негативное явление российской экономики, как «внутренний отток капитала», т.е. стремление к конвертации рублевых сбережений российских компаний и граждан в безналичную и наличную иностранную валюту, которое усиливается в период шоков.

Необходимость перехода к плавающему валютному курсу в рамках реализации политики инфляционного таргетирования получила теоретическое обоснование в рамках так называемой «триады Манделлы» [Mundell, 1963; Obstfeld et al., 2004]. Суть данной концепции состоит в том, что ЦБ не может достичь одновременно трех целей денежно-кредитного регулирования, а именно: стабильности валютного курса, отсутствия ограничений на пути международных потоков капитала и независимости монетарной политики, которая предполагает использование процентных ставок в качестве основного инструмента. Регулятор может выбрать лишь любые две из них, пожертвовав третьей. Поэтому при отсутствии ограничений на пути трансграничных потоков капитала и реализации политики таргетирования инфляции переход к плавающему валютному курсу становится неизбежным.

2. Формирование условий для перехода к свободному курсообразованию и инфляционному таргетированию

В современных условиях в странах с формирующимися рынками интересам регуляторов отвечает политика *гибкого инфляционного таргетирования*. Для развитых экономик поддержание полной за-

нотности и установление соответствующего целевого ориентира вполне обоснованно становится одной из приоритетных задач органов монетарного регулирования, поскольку как в период кризиса, так и в период вялого выхода из рецессии основная угроза исходит от дефляции со всеми вытекающими негативными последствиями — снижением производства и ростом безработицы. Но для развивающихся стран, демонстрирующих более высокие темпы экономического роста, именно высокая инфляция остается важнейшей проблемой. Она ограничивает возможности экономического развития, привлечения иностранного капитала, создания благоприятного инвестиционного климата, сдерживая развитие национальных финансовых рынков и процесс дедолларизации экономики. Поэтому в этих странах стабильности цен удастся достичь, если ЦБ одновременно будет реализовывать такие задачи денежно-кредитной политики, как развитие финансовой системы и/или стабильность платежной системы, устанавливая соответствующие целевые ориентиры. На проблемах экономического роста и занятости должно сосредоточиться правительство. Другими словами, необходимо *четко распределить роли и ответственность* между ЦБ и правительством за выполнение поставленных задач.

Страны, таргетирующие инфляцию и использующие в качестве основного операционного механизма управление процентными ставками денежного рынка, в отдельных случаях могут проводить валютные интервенции для сохранения финансовой стабильности, т.е. для корректировки резких скачков валютного курса. Но они обычно не проводят регулярных интервенций для поддержания конкретного уровня валютного курса.

Свободное определение валютного курса обеспечивает следующие *преимущества*:

- позволяет нейтрализовать в автоматическом режиме любые реальные и внешние номинальные шоки, тем самым сглаживая амплитуду колебаний платежного баланса; не допустить потери конкурентоспособности национальных товаров и услуг на внешних рынках из-за укрепления курса национальной денежной единицы;

- в экономике сырьевого типа дает возможность значительно уменьшить влияние волатильности сырьевых цен на экономику. Локальные издержки, выраженные в иностранной валюте, изменяются в том же направлении, что и цены на конечную продукцию. Это поддерживает конкурентоспособность, несмотря на колебания сырьевых цен;

- не привязывать жестко формирование предложения денег в национальной экономике к состоянию трансграничных междуна-

родных расчетов, т.е. к общему сальдо платежного баланса и динамике золотовалютных резервов (ЗВР);

- позволяет ЦБ проводить независимую денежно-кредитную политику и использовать процентную ставку в качестве ее основного инструмента;

- переход от «управляемого плавания» в рамках валютного коридора к гибкому управляемому плаванию и в перспективе — к «свободному плаванию» рубля позволяет разорвать следующий замкнутый круг: «бегство от национальной валюты» и одновременное увеличение объема рефинансирования банков со стороны ЦБ в целях стимулирования экономики в кризисных ситуациях, что ведет к скупке банками иностранной валюты.

Для оценки ситуации, сложившейся в России в 2014 г., необходимо учитывать включенность российской финансовой системы с момента начала ее формирования и до настоящего времени в контекст международных финансовых отношений, что приносит с собой дополнительные вызовы и риски. Российская финансовая система принимает на себя груз ответственности по глобальным по своей природе рискам перед населением, инвесторами-акционерами, клиентами банков, властями нашей страны. Наряду со страновыми рисками, риски мировых финансовых отношений определяют сегодня перспективы устойчивости и дальнейшего развития российских банков.

Переход к плавающему валютному курсу в странах с формирующимися рынками, экономика которых имеет сырьевую направленность, целесообразно осуществлять в рамках монетарных стратегий, ориентированных на снижение инфляции и *достижение ценовой стабильности*. Достижение ценовой стабильности и переход к плавающему валютному курсу выступают *взаимодополняющими стратегиями*, которые в долгосрочном периоде обеспечат снижение темпа роста цен, доверие к национальной валюте, увеличение национальных сбережений и условия для устойчивого экономического роста.

Задача стабилизации цен может быть реализована не только в контексте таргетирования инфляции, но и в рамках *иных стратегий* органов монетарного регулирования. Так, в качестве номинального целевого ориентира может выступать не уровень инфляции, а процентная ставка (в частности, ставка по краткосрочным операциям РЕПО), которая устанавливается и регулируется в соответствии, например, с правилом Тейлора, или различные параметры денежной массы, такие, как размер внутреннего кредита, денежная база, денежный агрегат М2 или темпы их изменения.

Однако, как показывает опыт центральных банков, таргетирование процентной ставки — более сложная задача, которая требует расчета «естественного уровня» процентной ставки, что является проблемой даже для регуляторов развитых стран [Galí, Gertler, 2007]. При таргетировании денежной массы целевые показатели денежных агрегатов, устанавливаемые монетарными властями, на практике часто подвергаются пересмотру ввиду непостоянства и непредсказуемости поведения спроса на деньги, а также в результате постоянных финансовых инноваций и наличия проблем, связанных с крайне ограниченными возможностями государственного регулирования финансовых рынков. Это подрывает доверие к ЦБ со стороны экономических агентов и усиливает инфляционные ожидания, создавая дополнительные трудности на пути поддержания устойчивого экономического роста и ценовой стабильности [Mishkin, 1998].

Таким образом, стратегия инфляционного таргетирования лучше всего способствует достижению ценовой стабильности, что предполагает прозрачность политики ЦБ, дисциплинирует регулятора и повышает уровень его ответственности.

Переход к плавающему валютному курсу либо должен предшествовать политике инфляционного таргетирования, либо происходить одновременно с переходом к ней, поскольку регулирование валютного курса в любой форме не позволяет использовать процентные ставки в качестве основного инструмента монетарной политики, а это является условием эффективности политики таргетирования инфляции.

В то же время многие исследования свидетельствуют о положительной роли политики регулируемого валютного курса в период подготовки и создания условий для перехода к таргетированию инфляции. Если ЦБ эффективно управляет валютным курсом, то степень доверия к нему со стороны экономических агентов усиливается. Поэтому когда он начнет влиять на инфляционные ожидания, уже будет сформировано устойчивое доверие к его будущим действиям, и процесс перехода к политике таргетирования инфляции значительно упростится [Ostry et al., 2012].

Установлению плавающего валютного курса в контексте инфляционного таргетирования должно предшествовать *введение полной конвертируемости валюты* (снятие ограничений по сделкам с валютой как по счету текущих операций, так и по финансовому счету платежного баланса). Это связано с тем, что политика таргетирования инфляции, основным инструментом которой выступает процентная ставка, предполагает наличие достаточно развитого финансового рынка с широким доступом к финансовым ресурсам

остального мира и возможностями страны беспрепятственно заимствовать на внешних рынках капитала. С ростом финансовых потоков между внутренними секторами экономики и внешним миром у ЦБ сильно снижаются возможности поддерживать стабильный курс национальной валюты. Таким образом создаются *объективные предпосылки* для повышения гибкости курсовой политики.

Переход к плавающему валютному курсу в контексте таргетирования инфляции требует подготовительного периода, в рамках которого регулятором должны быть решены определенные задачи.

Во-первых: необходимо «запустить» работу *механизма процентных ставок* (в качестве основного инструмента своей политики ЦБ может использовать ставку рефинансирования, межбанковскую процентную ставку, ставку РЕПО, уровень которой задается ключевой ставкой и т.п.), что предполагает не только развитие эффективного и ликвидного *рынка межбанковского кредитования (денежного рынка)*, но и других сегментов финансового рынка, в том числе *формирование рынка долгосрочных долговых инструментов*.

Задача формирования национального рынка долговых инструментов в сегменте государственных ценных бумаг должна решаться *регулятором совместно с правительством*. Даже при наличии сбалансированного государственного бюджета или при его профиците Минфин по решению правительства должен начать выпуск государственных облигаций с различными сроками погашения. Это позволит расширить объемы сделок на рынке долговых инструментов и создать условия для выхода регулятора на вторичный рынок в целях проведения операций на открытом рынке, используя их в качестве одного из инструментов монетарной политики.

Необходимо также создавать производные финансовые инструменты, позволяющие хеджировать валютные риски, которые неизбежно возрастут накануне и в момент перехода к плавающему валютному курсу. Экономические агенты могут понести большие потери в силу невозможности заключения различного рода форвардных контрактов или переключения спроса с валютного рынка на другие сегменты финансового рынка, например на рынок государственных облигаций. Поэтому появление подобных инструментов, страхующих валютные риски, будет сдерживать спекулятивные натиски на валюту и панику на валютном рынке.

Во-вторых: нужно перейти *от фиксированного валютного курса к «управляемому плаванию»* в рамках широкого диапазона колебаний курса национальной валюты с его последующим расширением, а затем отказом в пользу плавающего валютного курса (гибкого «управляемого плавания» и в перспективе — свободно плавающего курса). Переходить от жестко фиксированного курса сразу к пла-

вающему, минуя режим «управляемого плавания», опасно, поскольку при отказе от фиксации валютного курса существует высокая вероятность обвала валютных рынков в результате значительного обесценения национальной валюты и дестабилизации всей финансовой системы. Российская практика использования стоимости бивалютной корзины в качестве *операционного ориентира* (при проведении Банком России операций на внутреннем валютном рынке) с установлением плавающего интервала ее допустимых значений (*валютного коридора*) и с корректировкой границ в зависимости от объема валютных интервенций доказала свою жизнеспособность и может успешно применяться ЦБ развивающихся стран при переходе к «управляемому плаванию».

Корзина может формироваться из двух или нескольких валют. Целесообразно составлять ее из тех валют, в которых осуществляются основные международные сделки страны с внешним миром. В этом случае значение обменного курса будет определяться как средневзвешенное в соответствии с удельным весом каждой валюты в суммарных международных расчетах. Так, например, для казахского тенге корзина может быть составлена из доллара, рубля и евро или доллара и рубля. Нецелесообразно включать в корзину китайский юань, так как он фиксирован к доллару и в настоящее время не является свободно плавающей валютой.

В начале перехода к «управляемому плаванию» в рамках широкого валютного коридора следует последовательно *ограничивать масштабы валютных интервенций*, целью которых должно стать не только поддержание валютного курса в рамках коридора, но и воздействие на процентные ставки на рынке межбанковского кредитования.

Резкое обесценение валюты может произойти накануне перехода к плавающему валютному курсу, когда рынок будет стремиться «нащупать» равновесное значение валютного курса. Так, в России, когда стало очевидным, что ЦБ РФ планирует переход к плавающему валютному курсу в начале 2015 г., валютный рынок отреагировал обвалом; с конца октября до середины декабря 2014 г. постоянно устанавливались все новые и новые рекордные значения курса рубля относительно доллара и евро.

В-третьих: разработать *целевые показатели инфляции на среднесрочную перспективу* с разбивкой по годам, основываясь на существующих моделях прогнозирования инфляции. Экономические агенты ориентируются в своих действиях не столько на текущую ситуацию, сколько на ожидаемые в будущем значения основных экономических показателей, в том числе на уровень инфляции, краткосрочные значения реальных процентных ставок и т.п. По-

литика ЦБ влияет на инфляцию не напрямую, а косвенно. ЦБ может воздействовать на ставки денежного рынка, которые в свою очередь влияют на другие кредитные и депозитные ставки в экономике, а также на валютный курс. Исходя из уровня ставок и динамики курса, экономические агенты принимают решения о сбережениях, инвестициях, потреблении и ценообразовании. Причем все эти решения влияют друг на друга. Поэтому влияние денежно-кредитной политики на инфляцию происходит с большим *временным лагом* [Юдаева, 2014].

Представляется правильным для ЦБ стран с формирующимися рынками с сырьевым характером экономики устанавливать среднесрочный целевой ориентир инфляции на уровне 4–4,5%, что выше целевого уровня, устанавливаемого ЦБ развитых стран (2%). Это объясняется тем, что в этих странах выше разрыв в уровне цен между различными группами товаров, относительные цены колеблются достаточно существенно, особенно в периоды резких изменений конъюнктуры на мировом рынке сырьевых ресурсов.

В-четвертых: укреплять *de-jure* и *de-facto* независимость ЦБ и повышать доверие к нему со стороны экономических агентов как к институту, приоритетная цель которого — борьба с инфляцией. Институциональная независимость ЦБ должна быть закреплена на законодательном уровне. Он должен обладать независимостью, которая предоставляет свободу в выборе инструментов для достижения целевого уровня инфляции. Кроме того, независимость ЦБ не совместима с принципами фискального доминирования, когда правительство заимствует у ЦБ напрямую для покрытия бюджетного дефицита. Дополнительная эмиссия государственных облигаций должна поглощаться внутренним финансовым рынком, поэтому достаточная степень развития последнего выступает важнейшим условием перехода к таргетированию инфляции и плавающему валютному курсу.

В случае давления на ЦБ со стороны правительства, приоритетной задачей которого выступает экономический рост, и отказа монетарного регулятора от заявленных целей по снижению инфляции и пересмотру принципов регулирования ЦБ может потерять доверие к своей политике со стороны экономических агентов. В результате непоследовательности его действий возрастет неопределенность, и, следовательно, будет нанесен ущерб процессу формирования *снижающихся инфляционных ожиданий*, что в будущем затруднит успешное проведение политики инфляционного таргетирования. Кроме того, рост инфляции и обесценение национальной валюты вновь увеличат спрос населения на иностранную валюту в качестве средства сбережения.

Формирование снижающихся инфляционных ожиданий возможно только в условиях высокого доверия к органам монетарного регулирования. Для того чтобы завоевать такое доверие, цели, которые ставят органы монетарного регулирования, должны быть долгосрочными (среднесрочными), реалистичными, выполнимыми, количественно грамотно проработанными и основываться на квалифицированных прогнозах. ЦБ должен быть готов к тому, что быстро достичь заявленных целей по сокращению инфляции, дедолларизации экономики, снижению волатильности валютного курса в развивающейся экономике ввиду слабой работы институтов не удастся. Необходимо последовательно двигаться в намеченном направлении, несмотря на возникающие препятствия. Регулятору необходимо информировать общество о задачах и результатах проводимой политики, что будет способствовать росту доверия к его действиям.

3. Определение рисков перехода к плавающему валютному курсу и меры по управлению им

При переходе к плавающему валютному курсу в рамках стратегии инфляционного таргетирования в странах с формирующимися рынками ЦБ и правительство должны оценить целесообразность проведения подобной политики и связанные с этим возможные риски, а также разработать меры, направленные на их минимизацию. Управление рисками при переходе к новой монетарной политике требует внимательного учета следующих факторов:

- не стоит отказываться от фиксации валютного курса, когда экономика слабо диверсифицирована и основная доля экспортно-импортных операций приходится на одну страну (целесообразна «привязка» к валюте страны основного торгового партнера). Однако в этом случае для достижения ценовой стабильности потребуются ограничения на пути потоков капитала;

- необходимо определить характер шоков, с которыми сталкивается экономика; так, в случае номинальных внутренних шоков (например, частых изменений спроса на деньги) для стабилизации цен лучше поддерживать режим фиксированного валютного курса;

- если в экономике доминируют жесткие цены, то в условиях сильной зависимости от колебаний мировых цен на сырье отрицательные последствия шоков лучше амортизирует фиксированный валютный курс. При жестких ценах (регулирование цен со стороны государства и/или преимущественно монополия практика ценообразования) любые действия, ведущие к изменению денежного предложения, воздействуют на выпуск, а не на цены. Если эконо-

мика с жесткими ценами в краткосрочном периоде поддерживает режим плавающего валютного курса и сильно зависит от импорта, в случае резкого обесценения валюты произойдет существенное увеличение издержек производства и сокращение совокупного выпуска. Плавающий курс в контексте таргетирования инфляции лучше работает в экономиках с гибкими ценами;

– фиксированный валютный курс может успешно существовать в развивающихся странах с сырьевой экономикой, когда в суверенные фонды изымается значительная часть нефтяной ренты (например, в странах Персидского залива). Однако в этом случае курс национальной валюты поддерживается не только с помощью инструментов монетарной политики, но и путем проведения достаточно жесткой фискальной политики;

– запоздалый переход от фиксированного валютного курса к более гибким режимам также может привести развивающуюся экономику на грань финансового кризиса. Так, в Юго-Восточной Азии после серии валютных кризисов в 1998 г. в 28 странах произошел отказ от жестко фиксированного валютного курса, причем в 23 из них он сопровождался глубочайшим финансовым кризисом [Eichengreen, 1999]. Это явилось следствием запоздалого отказа от фиксации курса. Сложная ситуация на финансовом рынке вынудила правительства и ЦБ соответствующих стран менять валютную политику в то время, когда национальная экономика находилась в тяжелых условиях;

– начало политики перехода от управляемого плавания к плавающему валютному курсу в контексте инфляционного таргетирования лучше отнести на период отсутствия шоков в экономике, поскольку ЦБ необходим хотя бы короткий период (6–9 мес.), чтобы заработал механизм процентных ставок и население увидело реальные результаты его политики. Это условие не было выполнено в РФ в период 2014–2015 гг. Свободное курсообразование стартовало фактически в разгар валютного кризиса. В условиях внешних шоков и высокой волатильности валютного курса ЦБ вынужден сосредоточиваться на широкомасштабных валютных интервенциях, что затрудняет работу механизма процентных ставок и процесс формирования снижающихся инфляционных ожиданий;

– не имеет смысла переходить к плавающему валютному курсу в рамках стратегии, направленной на достижение ценовой стабильности, если страна по каким-либо причинам воздерживается от снятия ограничений на пути международных потоков капитала;

– переход к плавающему валютному курсу сложно осуществить в условиях высокой долларизации экономики, поскольку в период, предшествующий «запуску валюты в плавание», неизбежно уси-

лятся колебания валютного курса, последствием которых может стать усиление долларизации. Так, в России в начале июня 2014 г. уровень долларизации экономики составлял 19,6%. Однако когда усилились спекулятивные атаки на рубль, российская валюта сильно обесценилась, и в конце сентября 2014 г. уровень долларизации возрос до 24% [Комментарии о государстве..., 2014, с. 26];

— если основным источником поступления валюты и денежного предложения выступает баланс текущих операций, что свидетельствует о слабой развитости финансовых рынков, переход к плавающему валютному курсу окажется преждевременным. Даже если мировая конъюнктура благоприятна (высокие мировые цены на экспорт) в данный момент и национальная валюта дорожает, любой негативный шок может привести к резкому изменению ситуации в противоположном направлении: спекулятивным атакам на валюту, ее значительному обесценению и усилению волатильности валютного рынка. В этом случае ЦБ не удастся смягчить колебания валютного курса за счет повышения процентной ставки в виду слабой реакции финансового рынка на действия регулятора.

С подобной ситуацией столкнулась Россия в 2014 г., когда в условиях ограничения внешнего финансирования в связи с западными санкциями курс рубля стал определяться притоком валюты главным образом по балансу текущих операций. Падение мировых цен на нефть усилило пессимистические ожидания инвесторов. Повышение Банком России ключевой ставки до уровня 17% в декабре 2014 г. не смогло в полной мере сдержать спекулятивные натиски на рубль и быстро ограничить спрос на иностранную валюту. Некоторой стабилизации ситуации на валютном рынке удалось достичь лишь в феврале 2015 г., а в начале марта курс рубля относительно доллара начал укрепляться и вернулся к значениям декабря 2014 г.

Переход к плавающему валютному курсу в контексте политики, направленной на достижение ценовой стабильности, — важнейшая задача, возлагаемая на ЦБ. Однако она может быть успешно решена в рамках *комплексной государственной экономической политики*, подкрепленной соответствующими нормативными и законодательными актами. Такая политика включает прежде всего структурные реформы, направленные на уход от сырьевой экономики и на ее диверсификацию, что позволит минимизировать отрицательные последствия внешних шоков, а также на формирование благоприятного инвестиционного климата, способствующего притоку прямых иностранных инвестиций.

Первоочередной задачей правительства должно быть недопущение вовлечения ЦБ в процесс финансирования бюджетного де-

фицита, если этот дефицит возникнет. Если ЦБ будет вовлечен в процедуру обязательного выкупа гособлигаций, выпущенных правительством, то он не сможет осуществлять полный контроль над своим балансом, а следовательно, не сможет контролировать полностью процесс предоставления ликвидности и формирования инфляционных ожиданий. Вторичная цель в виде государственного финансирования будет подрывать основную цель ЦБ и тем самым не позволит достичь ценовой и финансовой стабильности.

Необходима *координация макроэкономической политики* для ускорения процесса формирования снижающихся инфляционных ожиданий, поскольку ЦБ не может непосредственно воздействовать на немонетарные факторы инфляции. Однако он может ослабить их влияние на цены, координируя свою политику с действиями правительства как на национальном, так и на региональном уровне, в частности в вопросах согласования сроков введения новых налогов, повышения тарифов естественных монополий, степени сбалансированности государственного бюджета и т.п. Сильный удар по процедуре формирования инфляционных ожиданий могут нанести непредсказуемые действия правительства (например, неожиданное введение новых налогов).

Предметом особой озабоченности ЦБ и правительства должны быть *внезапные оттоки/притоки капитала* в экономику. При неблагоприятной экономической конъюнктуре страна столкнется с *оттоком капитала и обесценением национальной валюты*, что может усилить инфляционные тенденции. Для противостояния возросшей волатильности валютного курса ЦБ должен располагать необходимым объемом ЗВР. В соответствии с мировой практикой, минимально достаточной считается величина международных резервов, покрывающая трехмесячный объем импорта товаров и услуг. Кроме этого уровень ЗВР должен превышать пороговые значения достаточности резервов согласно критериям, включающим оценку краткосрочной внешней задолженности [Jeanne, Ranciere, 2006]. Достаточный уровень ЗВР позволит ЦБ своевременно проводить валютные интервенции и сдерживать быстрое обесценение валюты в период шоков, не нарушая выполнения обязательств страны по своевременной выплате платежей по внешнему долгу. Он будет выступать гарантом недопущения валютных кризисов и массированных спекулятивных атак на национальную валюту как в условиях подготовительного периода, так и на первых этапах политики инфляционного таргетирования, когда валютные интервенции в качестве инструмента монетарной политики соседствуют с процентной ставкой.

При благоприятной конъюнктуре на рынке сырьевых ресурсов будет происходить мощный приток капитала в национальную экономику. В этих условиях курс на ценовую стабильность приведет на первом этапе к ускоренному укреплению национальной валюты, которое часто рассматривается как крайне негативное событие. Представляется, что подобные опасения преувеличены. Укрепление реального курса национальной валюты оказывает комплексное воздействие на экономику. С одной стороны, это эффект дохода, приводящий к увеличению доходов населения и удешевлению импорта, что положительно сказывается на снижении инфляции и экономическом росте. С другой — это эффект замещения, проявляющийся в снижении конкурентоспособности отечественных товаров, замедляющих экономический рост [Улюкаев, Куликов, 2007].

Следовательно, ЦБ и правительство должны быть готовы к подобным внешним шокам, и их политика должна быть в первую очередь направлена на смягчение отрицательных последствий внезапных оттоков/притоков капитала.

Большую опасность для стран с формирующимися рынками представляют спекулятивные краткосрочные потоки капитала, так называемые горячие деньги. Политика, направленная на регулирование краткосрочных потоков капитала, должна быть сконцентрирована на создании условий, *ограничивающих приток «горячих денег»* в экономику, и на разработке мер, *противодействующих резким оттокам краткосрочного капитала* в период шоков.

Одна из возможных мер контроля над краткосрочными потоками капитала — *введение налога на финансовые операции*, связанные с покупкой национальных активов иностранцами (*налог Тобина*). Введение подобного налога позволяет ограничить приток краткосрочного спекулятивного капитала (а следовательно, и потенциальную угрозу широкомасштабного оттока капитала в условиях ухудшения мировой конъюнктуры), сдерживать давление на валютный курс и сохранить конкурентоспособность экспорта, предотвратить появление финансовых пузырей, связанных с быстрым ростом спроса на национальные активы.

Макроэкономическая политика в период притока капитала в экономику должна быть направлена на *стимулирование притока портфельных инвестиций на рынок акций*, а не на рынок денежных инструментов. Иностранные инвесторы рассматривают такие страны как экономики с *наиболее благоприятным инвестиционным климатом, более развитым фондовым рынком и более низкими финансовыми рисками*. Например, в период глобального кризиса 2008—2009 гг. в Бразилии и Индии отток портфельных инвестиций, основная доля которых приходилась на акции, оказался суще-

ственно ниже, чем в России, где в структуре портфельных инвестиций преобладали потоки спекулятивного капитала (иностранные активы преимущественно размещались в банковские депозиты, государственные, муниципальные и корпоративные облигации).

Объектом пристального внимания должна стать *стабильность финансовой системы*, разработка и реализация политики, направленной на поддержание финансовой устойчивости, что предполагает *наличие фискальной и финансовой дисциплины*.

В подготовительный период желательна *сбалансированность бюджета правительства или незначительный бюджетный дефицит*. Большое значение при переходе к плавающему валютному курсу имеют показатели *внешней задолженности*. Они не должны превышать допустимые значения (60% ВВП), поскольку в случае резкого обесценения валюты произойдет рост стоимости внешнего долга и увеличение расходов на его обслуживание.

По данным Банка России, на 1 октября 2014 г. внешняя задолженность РФ в целом составляла 678 435 млн долл. Из общей суммы внешнего долга на федеральные органы управления приходилось лишь 47 681 млн долл. Остальная часть долга, более 630 млрд долл., — это задолженность корпоративного сектора. Внешний долг российских банков составлял 163 млрд долл. в 2011 г. и 207 млрд долл. в июле 2014 г. [Ершов, 2014, с. 32–33]. Санкции весны — лета 2014 г. поставили российские корпорации и банки перед проблемой невозможности рефинансировать на международном рынке иностранную задолженность. Во второй половине прошлого года резко вырос спрос на иностранную валюту, необходимую для обслуживания корпоративных и банковских долгов. В течение 2014 г. объем погашенного долга составил около 60 млрд долл. В следующем 2015 г. эта цифра составит около 100 млрд долл. Данная задача тем более актуальна, что общая российская внешняя задолженность является весьма существенным фактором, который будет оказывать влияние на макроэкономическую стабильность национальной экономики.

В условиях усиления глобализации финансовых рынков рост внешней задолженности негосударственного сектора — это объективный процесс, который является показателем степени зрелости рыночной экономики страны. Поэтому усилия регулирующих органов должны быть сосредоточены не на отмене (ограничении) либерализации потоков капитала, а на контроле за деятельностью различных звеньев финансового сектора экономики, не подрывающем рыночные принципы ее функционирования. Это требует и расширения целей монетарной политики ЦБ, в качестве одной

из которых должно выступать поддержание стабильности финансовой системы.

Институты развивающейся финансовой системы зачастую оказываются слишком слабыми и неустойчивыми для оказания сопротивления различного рода шокам без энергичной поддержки со стороны ЦБ РФ и Минфина России. Банк России и правительство должны заранее разрабатывать комплексы мер, направленные на минимизацию рисков и потерь, связанных с переходом к свободному курсообразованию в рамках стратегии инфляционного таргетирования. Невыполнение данного условия может привести к обострению ситуации на финансовых рынках, о чем свидетельствует поведение российского валютного рынка в 2014 — начале 2015 г.

Снижение номинального курса российского рубля с весны 2014 г. до начала 2015 г. составило в совокупности около 80%. При использовании показателя эффективного реального курса рубль демонстрирует меньший масштаб девальвации. Учет высокого уровня внутренней инфляции в экономике РФ показывает значительный рост эффективного реального курса рубля в предшествующий период 2011—2013 гг. Все это создавало объективные предпосылки для снижения курса рубля. Однако ускорение данного процесса в сентябре—декабре 2014 г. происходило под непосредственным влиянием комплекса внешнеэкономических и внешнеполитических событий в данный период.

Отказ от валютного коридора и переход к свободному курсообразованию в конце 2014 г. сопровождался столь резким обесценением рубля, что его не смогли предвидеть органы монетарного регулирования и поэтому оказались не готовыми своевременно минимизировать негативные последствия. Предпринятые Банком России меры по нормализации ситуации на валютном рынке (повышение ключевой ставки до уровня 17% в декабре 2014 г., введение валютного РЕПО, усиление контроля за использованием рублевых кредитов и т.д.) с целью сдержать спекулятивные атаки на рубль и панику среди населения оказывались запоздалыми. В результате росла неопределенность в экономике и в действиях ЦБ РФ. Снижение ЦБ РФ в январе 2015 г. ключевой ставки по операциям недельного РЕПО до 15% было оценено участниками рынка не как признак нормализации ситуации, а, напротив, как сигнал непоследовательности в проведении денежной политики. Снижение курса рубля продолжилось. Некоторой стабилизации удалось достичь лишь в конце февраля — начале марта 2015 г. Это позволило Банку России 13 марта 2015 г. вновь снизить ключевую ставку до 14%. Валютный рынок на действия ЦБ РФ отреагировал неко-

торым укреплением рубля. Это свидетельствовало о начавшейся нормализации ситуации на валютном рынке, явилось ответом на последовательные действия регулятора, заявившего, что начавшееся смягчение условий кредитования не означает отказа от политики, направленной на снижение инфляции.

За рассматриваемый период не произошло восстановления доверия предпринимателей, российских и зарубежных инвесторов к рублю, к российской банковской системе и финансовому рынку. По финансовому счету российского платежного баланса сильнейший отток капитала частного сектора произошел в IV квартале 2014 г. и составил 73 млрд долл., из которых 31 млрд долл. пришелся на вывоз капитала банками, 24 млрд долл. — корпоративным сектором; 18 млрд долл. — физическими лицами [Комментарии о государстве..., 2015, с. 8].

В результате финансового кризиса в 2014–2015 гг. российская экономика столкнулась со скачком инфляции, которая выросла до 11–15%. Сохраняется угроза дальнейшей эскалации роста цен. Финансовая политика ЦБ РФ и Правительства РФ в данной экстренной ситуации ориентирована на выполнение антикризисной программы, стабилизацию рынков, прежде всего на валютную стабилизацию. После реализации этой первой фазы преодоления кризиса необходимо будет вновь обратиться к задачам снижения инфляции и создания благоприятных условий для инвестиций. Их решение включает в себя последовательное проведение политики инфляционного таргетирования.

Список литературы

Ершов М. О новых финансовых механизмах в условиях санкций // Аналитический банковский журнал. 2014. № 9 (221).

Комментарии о государстве и бизнесе // Бюллетень Центра развития НИУ ВШЭ. 2014. № 83.

Комментарии о государстве и бизнесе // Бюллетень Центра развития НИУ ВШЭ. 2015. № 85.

Люкаев А., Куликов М. Проблемы денежно-кредитной политики в условиях притока капитала в Россию // Вопросы экономики. 2007. № 7.

Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9.

Eichengreen B. Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate Flexibility // Economic J. 1999. N 109.

Galí J., Gertler M. Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation // J. of Economic Perspectives. 2007. Vol. 21. N 4.

Jeanne O., Ranciere R. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications // IMF Working Paper. 2006. N 229.

Mishkin F. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. Stockholm, 1988.

Mundell R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rate // Canadian J. of Economics and Political Science. 1963. Vol. 29. N 4.

Obstfeld M., Jay C., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility // NBER Working Paper. 2004. N 10396.

Ostry J., Atish R., Marcos C. Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies // IMF Staff Discussion. 2012. Note N 12/01.

Roaf J., Atoyán R., Joshi B., Krogulski K. 25 Years of Transition: Post-Communist Europe and the IMF. Washington, IMF, 2014.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

Ershov M. O novyh finansovyh mehanizmah v usloviyah sankcij, *Analiticheskij bankovskij zhurnal*, 2014, N 9 (221).

Komentarii o gosudarstve i biznese, *Bjulleten' Centra razvitija NIU VShJe*, 2014, N 83.

Komentarii o gosudarstve i biznese, *Bjulleten' Centra razvitija NIU VShJe*, 2015, N 85.

Uljukaev A., Kulikov M. Problemy denezhno-kreditnoj politiki v usloviyah pritoka kapitala v Rossiju, *Voprosy jekonomiki*, 2007, N 7.

Judaeva K. O vozmozhnostjah, celjah i mehanizmah denezhno-kreditnoj politiki v tekushhej situacii, *Voprosy jekonomiki*, 2014, N 9.