С.К. Дубинин[1],
МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

Н.А. Миклашевская[2],
МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

С.Б. Карловская[3],
МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

П.А. Патрон[4],
МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

СМЕНА ОРИЕНТИРОВ В ПОЛИТИКЕ БАНКА РОССИИ: ПЕРЕХОД К СВОБОДНОМУ КУРСООБРАЗОВАНИЮ

Статья посвящена анализу политики перехода Банка России к свободному курсообразованию. Показано, что режим плавающего валютного курса логично вписывается в общую стратегию регулятора, направленную на достижение ценовой стабильности. Исследуются причины и последствия обращения к свободному курсообразованию, делается вывод о том, что ускоренный переход к плавающему курсу был обусловлен внешними и внутренними шоками, с которыми столкнулась экономика России в 2014 г. Особое внимание уделено оценке мер монетарной политики, направленных на стабилизацию ситуации на валютном рынке.

***Ключевые слова*:** валютная политика, валютный коридор, свободное курсообразование, таргетирование инфляции, ключевая ставка, валютный своп.

S.K. Dubinin,
Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

N.A. Miklashevskaya,
Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

S.B. Karlovskaya,
Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

P.A. Patron,
Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

[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 экономии экономического ф-та; тел.: +7 (495) 939-33-03; e-mail: myklo@mail.ru

[3] *Карловская Софья Борисовна*, канд. экон. наук, доцент кафедры политической экономии экономического ф-та; тел.: +7 (495) 939-50-55; e-mail: karlovskayasofi@mail.ru

[4] *Патрон Петр Анатольевич*, канд. экон. наук, доцент кафедры политической экономии экономического ф-та; тел.: +7 (495) 939-33-03; e-mail: patron@econ.msu.ru

BANK OF RUSSIA'S SHIFTS IN POLICY GUIDELINES: TRANSITION TO THE FLOATING EXCHANGE RATE REGIME

The paper analyzes the Bank of Russia's policy during its transition to the floating exchange rate regime. We show that this transition logically follows the general regulation strategy towards price stability. After thorough study of reasons and consequences of the transition, we conclude that internal and external shocks to Russian economy in 2014 accelerated the shift to the flexible exchange rate. We emphasize the assessment of stabilization policy at the foreign exchange market.

***Key words*:** exchange rate policy, exchange rate band, floating exchange rate, inflation targeting, key interest rate, currency swap.

1. Политика регулирования валютного курса в России в период, предшествующий переходу к свободному курсообразованию (1992–2014)

Переход к свободному курсообразованию в России представляет собой новый этап реализации валютной политики, осуществляемой Центральным банком Российской Федерации (ЦБ РФ) с начала 90-х гг. прошлого века. Смена задач в области валютного регулирования происходила в ответ на изменения экономической ситуации в стране и в соответствии с новыми задачами и вызовами, с которыми сталкивались Правительство и Банк России при проведении экономической политики. В зависимости от целей и приоритетов валютной политики, выбора режима валютного курса можно выделить четыре периода в деятельности Банка России, которые предшествовали переходу к свободному курсообразованию.

На первом этапе экономических реформ (1992–1994) ЦБ РФ поддерживал *плавающий валютный курс*, поскольку в условиях низкого уровня золотовалютных резервов (ЗВР) политика фиксированного валютного курса оказалась попросту нереалистичной. В этот период произошел отказ от системы множественных валютных курсов, была введена внутренняя конвертируемость валюты (снятие ограничений на конвертацию национальной валюты в иностранную внутри страны) и осуществлен переход к рыночному установлению валютного курса. Валютная политика ЦБ РФ заключалась в том, чтобы найти компромисс между необходимостью преодолеть спад производства в условиях огромного бюджетного дефицита и борьбой с инфляцией. В это время приоритет отдавался *преодолению спада производства и финансированию дефицита государственного бюджета*, что сопровождалось неконтролируемой денежной эмиссией.

На втором этапе (1995–1998) главной целью стало *снижение инфляции*, поэтому ЦБ РФ перешел к политике *стабилизации на базе валютного курса*, который был выбран в качестве «номинального якоря», сдерживающего инфляционные ожидания. В России поддерживался фиксированный валютный курс в виде скользящего валютного коридора. Стабилизация рубля помогла решить несколько задач: достичь стабильной динамики как номинального, так и реального курса рубля, снизить инфляцию, укрепить доверие к центральному банку и поддержать отечественный экспорт, который на тот момент был фактически единственным источником экономического роста и валютных поступлений в страну. В 1995 г. индекс потребительских цен снизился до 190%, в 1996 г. — до 47,6%, в 1997 г. — до 14,6%. Рубль постепенно обесценивался в номинальном выражении, однако в реальном выражении продолжал укрепляться, так как темпы его обесценения были несколько ниже, чем темпы инфляции.

В 1995 г. Россия сделала важный шаг в направлении создания условий для либерализации экономики. Правительство страны подписало VIII статью Устава МВФ и сняло всякие ограничения на обмен валюты по операциям, связанным с экспортом и импортом товаров и услуг и чистыми факторными доходами, т.е. ввело конвертируемость рубля по счету текущих операций платежного баланса.

Финансовый кризис в августе 1998 г., развернувшийся в России на фоне азиатского финансового кризиса, значительного бюджетного дефицита правительства, роста государственного долга, ухудшения платежного баланса в связи с падением мировых цен на энергоносители, сопровождался резкой девальвацией рубля и оттоком капитала с российского финансового рынка. Однако впоследствии девальвация послужила толчком к росту российской экономики с начала 2000-х гг.

На третьем этапе (вплоть до начала глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.) в России фактически поддерживалось *жесткое управляемое плавание*, при котором активно использовались механизмы стерилизации с целью удержать валютный курс около долгосрочного тренда. Основная задача Банка России в этот период была следующей: *не допустить значительного реального укрепления курса рубля*, которое происходило на фоне роста мировых цен на энергоносители (а это основная статья российского экспорта), с тем чтобы поддержать конкурентоспособность национальных товаров на мировом рынке.

ЦБ РФ в краткосрочном периоде регулировал динамику номинального валютного курса, в то время как реальный валютный курс выступал в роли среднесрочного ориентира. До 1 февраля 2005 г.

для сглаживания колебаний номинального курса рубля ЦБ РФ использовал в качестве операционного ориентира валютной политики только доллар США, а затем переключился на использование бивалютной корзины — рублевой стоимости корзины валют, состоящей к моменту перехода к свободному курсообразованию из 45% евро и 55% долларов США, что было приближено к структуре валют в составе золотовалютных резервов. Таким образом, *стоимость бивалютной корзины выступала ориентиром курсовой политики Банка России, а валютные интервенции — инструментом регулирования валютного курса*.

1 июля 2006 г. была *введена полная конвертируемость рубля* как по счету текущих операций, так и по счету движения капитала, а 30 октября 2007 г. были внесены изменения в закон «О валютном регулировании и контроле», которые привели требования к свободному перемещению капитала в соответствие с международными стандартами. В результате российские экономические агенты получили свободный доступ к мировым финансовым рынкам. В условиях укрепления курса рубля и высоких внутренних процентных ставок росли объемы внешних заимствований российских компаний и банков, а российские финансовые рынки становились все более привлекательными для иностранного капитала. Как следствие в 2006 г. Россия впервые столкнулась с *чистым притоком капитала*, составившим 41,4 млрд долл. В 2007 г. этот показатель увеличился в два раза, достигнув 81,7 млрд долл., и превысил положительное сальдо по счету текущих операций.

Ситуация кардинально изменилась в 2008 г., когда в условиях нестабильности на мировых финансовых рынках начался массированный отток капитала из стран с формирующимися рынками. Чистый вывоз капитала из России за сентябрь–декабрь 2008 г. составил 159 млрд долл., из которых 72,1 млрд долл. приходилось на банковский сектор. В этот период наблюдался значительный отток средств из акций и облигаций российских компаний: индексы РТС и ММВБ упали на 70%, резко подскочила доходность по корпоративным облигациям в связи с падением цен на них.

Отток иностранного спекулятивного капитала сопровождался покупками валюты на внутреннем валютном рынке. Привлечение новых кредитов российскими банками и компаниями стало практически невозможным. С одной стороны, это обострило проблемы российского банковского сектора: резко повысились процентные ставки, возросла доля проблемных активов, значительно снизилась ликвидность российских банков. С другой стороны, чрезмерный финансовый долг частных заемщиков усилил падение курса рубля.

Наблюдавшееся «бегство от рубля» и перевод средств резидентов в долларовые и евро активы в условиях ожидания дальнейшего падения курса национальной валюты могли привести к резкому падению внутренних сбережений. Страна стояла перед реальной угрозой попадания в инфляционно-девальвационную спираль: ликвидность, которая увеличивалась в экономике благодаря действиям ЦБ, немедленно оказывалась на валютном рынке и «уходила» в доллары и евро. В результате столь необходимые для реального сектора экономики средства не доходили до него, а банковская система вновь оказывалась в условиях дефицита ликвидности [Экономика России..., 2009, с. 201]. В условиях ожидаемой девальвации происходила массированная скупка валюты. Следует отметить, что Банк России отказался от введения валютных ограничений. Вместо того, чтобы нормализовать ситуацию, банкам было рекомендовано в декабре 2008 г. сохранить размер длинной валютной позиции на уровне ноября, а также были открыты валютные корреспондентские счета в ЦБ.

В сложившихся макроэкономических условиях предотвращение валютного кризиса становилось невозможным, но ЦБ РФ стоял перед выбором: провести резкую быструю девальвацию рубля или плавную, растянутую во времени. Значительные накопленные золотовалютные резервы позволили Банку России с 11 ноября 2008 г. начать реализовывать *политику плавной девальвации рубля*, которая продолжалась три месяца. Ее суть заключалась в поэтапном расширении — на 50 коп., коридора колебаний валютного курса рубля к бивалютной корзине.

Политика плавной девальвации рубля имела свои отрицательные и положительные последствия. Растянутое во времени контролируемое обесценение рубля привело к значительному падению ВВП [Юдаева, 2010, с. 23]. Плавная девальвация не компенсировала предприятиям падения цен на мировом рынке: рублевая выручка у экспортеров упала в большей степени. Повышение процентных ставок Банком России с целью снизить отток рублевых вкладов из банков и сделать валютные спекуляции в условиях ожидаемой устойчивой девальвации рубля невыгодными сильно увеличило расходы на выплату процентов по кредитам (процентные ставки по рублевым кредитам подскочили до 30% годовых). Это лишило предприятия возможности пополнить оборотный капитал на приемлемых условиях и усилило падение ВВП. Резко сократился объем ЗВР. План по диверсификации и модернизации экономики отошел на второй план. Импорт высокотехнологичного оборудования в связи с девальвацией стал практически невозможным. За 2008 г. реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам укре-

пился на 5,1%, а за первый квартал 2009 г. обесценился на 7,6% по отношению к аналогичному показателю прошлого года. Индекс номинального эффективного курса за 2008 г. снизился на 2% по отношению к 2007 г., за первый квартал 2009 г. — на 15,7% по сравнению с первым кварталом 2008 г. [Статистика..., 2015].

Вместе с тем политика плавной девальвации позволила Банку России поддержать доверие к национальной валюте. Предприятия, взявшие кредиты в иностранной валюте, в ходе плавной девальвации получили возможность обменять рубли на валюту по более выгодному курсу для обслуживания долга, тем самым сократили убытки от курсовых разниц и снизили риск дефолта. Сохранилось доверие населения к сберегательным институтам: курсовые риски минимизировались посредством перевода рублевых сбережений в валютные активы. Плавная девальвация поддержала ликвидность и платежеспособность банковской системы, которая оказалась на грани краха.

В долгосрочной перспективе политика плавной девальвации и сохранение доверия к национальной валюте позволили Банку России создать условия для перехода к политике инфляционного таргетирования и режиму свободного курсообразования. Именно в период глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг., не обошедшего стороной и Россию, ЦБ РФ заявил о своем твердом намерении сменить ориентиры валютной политики и перейти в обозримом будущем к инфляционному таргетированию и свободному курсообразованию. С 2009 г. начался четвертый этап реализации политики валютного курса, завершившийся в середине ноября 2014 г. переходом к свободному курсообразованию.

2. Причины ускоренного перехода к плавающему валютному курсу рубля

Согласно международной классификации МВФ, публикуемой в рамках ежегодного отчета о режимах обменных курсов и валютных ограничениях, в октябре 2014 г. Россия еще не входила в число стран с плавающим валютным курсом (floating), к которым относятся страны с гибким управляемым плаванием и свободно плавающими курсами [Annual Report..., 2014]. Она была отнесена к числу стран с промежуточными режимами, а именно — к группе “Other managed arrangement” с указанием на то, что ЦБ РФ сделал предварительные шаги к политике инфляционного таргетирования.

Однако ситуация изменилась в ноябре 2014 г., когда Банк России отказался от регулирования валютного курса в рамках валютного коридора и перешел к плавающему валютному курсу, т.е. свобод-

ному курсообразованию. Этот переход был реализован в рамках политики таргетирования инфляции, направленной на достижение в ближайшей перспективе ценовой стабильности.

Инфляционное таргетирование в РФ предполагает два основных этапа. На первом, переходном этапе ЦБ РФ в качестве инструмента кредитно-денежной политики использует процентные ставки, однако в отдельные периоды оставляет за собой право осуществлять валютные интервенции в целях сдерживания высокой волатильности валютного курса, т.е. поддерживает режим гибкого управления валютным курсом. На втором этапе основным инструментом в политике Банка России станет процентная ставка. Регулятор откажется от валютных интервенций и какого-либо вмешательства в функционирование валютного рынка.

Сроки перехода к политике инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса постоянно переносились. Первоначально говорилось, что таргетирование инфляции начнется в 2011 г., затем — в 2013 г. и, наконец, — в 2015 г. О переходе к свободному курсообразованию ЦБ РФ заявил в 2012 г., определив в качестве временного ориентира начало 2015 г.

Однако из-за неблагоприятной геополитической обстановки в связи с событиями на Украине, введения экономических санкций против РФ, снижения цен на нефть на мировом рынке осенью 2014 г. в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016–2017 гг. регулятор обозначил новые сроки перехода к полномасштабному таргетированию инфляции. Показателей инфляции на уровне 4–5% планировалось достичь в 2016 г. В то же время регулятор подтвердил свое намерение перейти к плавающему валютному курсу с начала 2015 г., однако перешел к свободному курсообразованию с 10 ноября 2014 г., т.е. ранее объявленного срока. Достижение целевого уровня инфляции 4–5% позже было перенесено на 2017 г. в связи с крайне тяжелой экономической ситуацией, сложившейся в экономике России в октябре–ноябре 2014 г., и неблагоприятным прогнозом роста российской экономики на 2015 г. (по оценкам темп роста ВВП будет отрицательным и составит — 1,5–5%).

Таким образом, можно констатировать, что отказ от жесткого регулирования валютного курса был подготовлен действиями ЦБ РФ. Он явился логическим продолжением политики, направленной на переход к полномасштабному таргетированию инфляции. В то же время очевидно, что процесс перехода к инфляционному таргетированию идет крайне *сложно и противоречиво*. За период, предшествующий событиям на Украине, ЦБ РФ удалось добиться снижения инфляции с 8,8% в 2010 г. до 6,5% в 2013 г. (для расчета

показателей инфляции используется индекс потребительских цен). Однако *фактические показатели инфляции практически постоянно оказываются выше ее целевых значений*. Так, в 2013 г. целевой показатель инфляции был на уровне 6%, фактический — 6,45%. Фактический уровень инфляции в 2014 г. составил 11,4%, в то время как целевой показатель был заявлен на уровне 5%[5]. Исключение составил лишь 2011 г. (таблица).

Индекс потребительских цен в % к декабрю предшествующего года и целевые ориентиры инфляции Банка России

Показатели	**2008 г.**	**2009 г.**	**2010 г.**	***2011 г.***	**2012 г.**	**2013 г.**	**2014 г.**
ИПЦ	113,3	108,8	108,8	*106,1*	106,6	106,5	111,4
Целевые значения	106–107	107–108,5	109–110	*106–107*	105–106	105–106	105

Источник: [Статистика..., 2015].

Для подавления инфляции принципиальное значение имеет процесс формирования инфляционных ожиданий. В России он сильно затруднен из-за постоянно меняющейся экономической и политической конъюнктуры. Сохраняется высокая склонность экономических агентов к бегству от национальной валюты в пользу доллара и евро в период шоков с целью застраховаться от возможного дальнейшего обесценения рубля. Кроме этого в России большую роль играют *немонетарные факторы* инфляции (рост тарифов государственных монополий, финансовые санкции, наложенные правительствами западных стран в ответ на вхождение Крыма в РФ, непоследовательная налоговая политика и т.п.). Данные факторы усиливают неопределенность и напрямую не поддаются контролю денежных властей, что осложняет процесс формирования инфляционных ожиданий и сдерживания инфляции.

Среди положительных тенденций, сформировавших условия для перехода к свободному курсообразованию в рамках стратегии

[5] Производя расчет инфляционных ориентиров, Банк России использует открытые источники информации, в частности планы Правительства РФ по индексации тарифов естественных монополий и прогноз продовольственных цен. При установлении точечных значений инфляции ЦБ РФ также определяет и интервал допустимых значений, в пределах которого инфляция может колебаться — плюс/минус 1,5 процентных пункта (п.п.). Если инфляция отклоняется от намеченного значения, но не выходит за пределы интервала, монетарная политика остается неизменной.

инфляционного таргетирования, следует назвать состояние платежного баланса и уровень ЗВР. За период с 2010 по 2014 г. платежный баланс РФ постоянно сводился с положительным сальдо (прежде всего баланс текущих операций) (рис. 1).

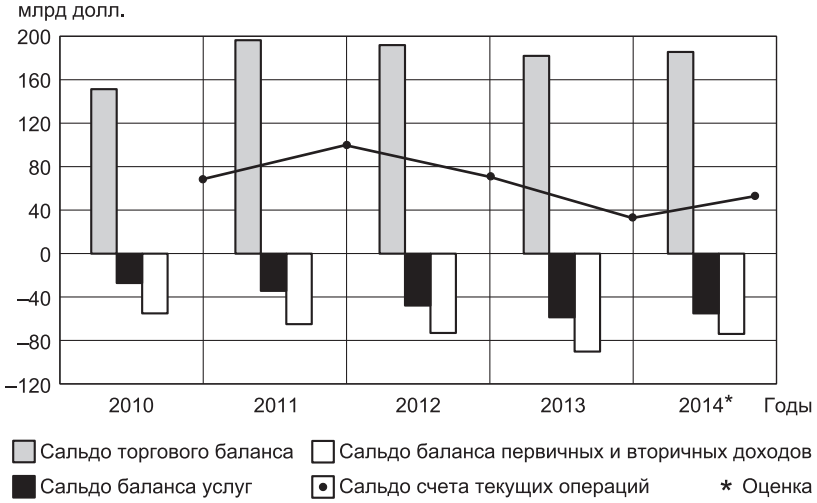

Рис. 1. Соотношение базовых параметров счета текущих операций в платежном балансе РФ (млрд долл.).

Источник: Банк России.

Официальные золотовалютные резервы находились на высоком уровне и превышали все пороговые показатели достаточности уровня официальных резервных активов (рис. 2).

Несмотря на продолжавшееся реальное укрепление рубля, корреляция динамики цен на нефть и номинального валютного курса рубля до начала событий на Украине и введения западных санкций стала не столь тесной, как это было в докризисный период (рис. 3). Подобная тенденция свидетельствовала в пользу роста роли финансового счета платежного баланса, отражающего объемы притока/оттока капитала в российской экономике, в пользу развития финансовых рынков и банковского сектора, что является необходимым условием перехода к плавающему валютному курсу. Ситуация вновь изменилась в связи с введением западных санкций в отношении российского финансового сектора, что ограничило возможности внешнего заимствования, прежде всего «длинных» денег, и тем самым ухудшило положение на финансовых рынках.

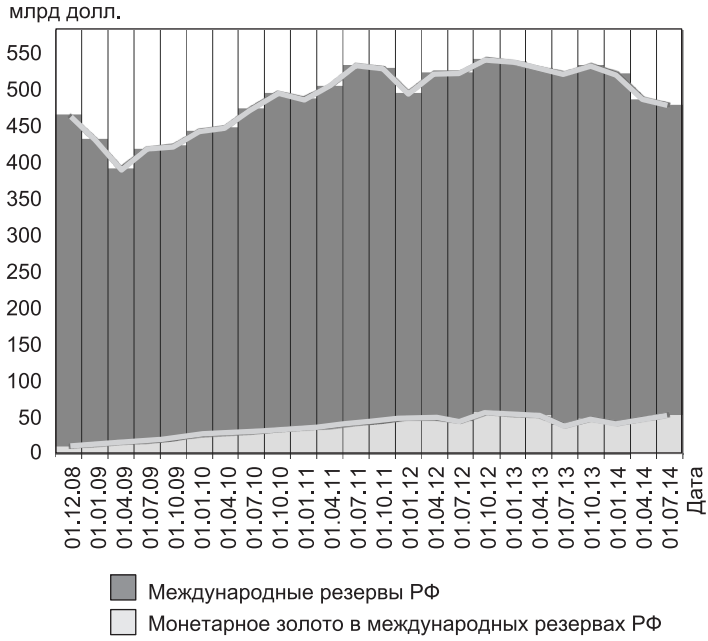

Рис. 2. Международные резервы РФ, включая монетарное золото, в 2009 г. — первом полугодии 2014 г. (млрд долл.).

Источник: Банк России.

За рассматриваемый период был запущен механизм процентных ставок, которые стали важным инструментом в политике Банка России. Так, основной инструмент процентной политики Банка России сегодня — ставка недельного РЕПО (покупка с обратным выкупом). Операции недельного РЕПО с ценными бумагами проводятся по *ключевой ставке*, устанавливаемой Советом директоров ЦБ РФ. Ликвидность банкам предоставляется по фиксированным ставкам на разные сроки по ставке РЕПО ±1 п.п. Задача денежно-кредитной политики на современном этапе — сблизить ставку на межбанковском (денежном) рынке с ключевой ставкой. Банк России проводит операции рефинансирования банков под залог либо ценных бумаг (в основном облигаций), либо кредитов заемщикам с высокой платежеспособностью. Объемы этих операций в совокупности устанавливаются таким образом, чтобы процентные ставки оставались в заданном диапазоне. Центральный банк ежедневно следит за спросом и предложением ликвидности банков, на этой основе устанавливает лимиты аукционных операций, чтобы удержать ставку на соответствующем уровне. Термин «ликвидность»

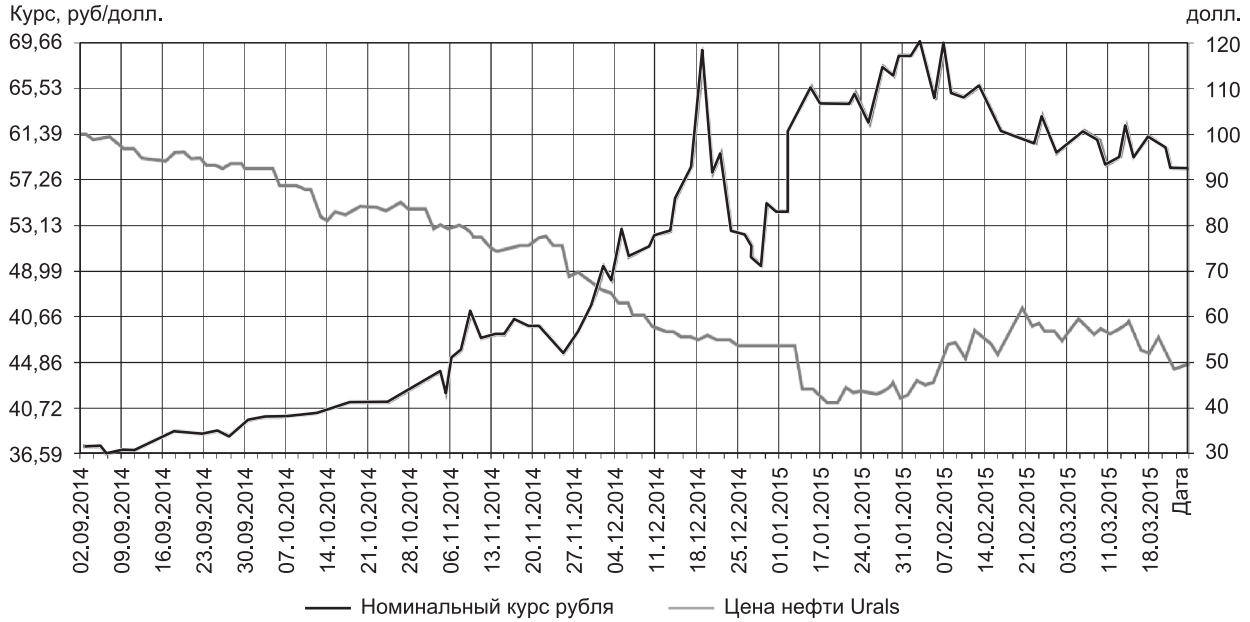

Рис. 3. Цены на нефть и номинальный обменный курс рубля к доллару США.
Источник: Банк России, Bloomberg.

понимается в узком смысле: объем денег на корреспондентских счетах банков, используемый для проведения расчетов.

Стоит отметить, что из-за сравнительной неразвитости финансовых рынков РФ ломбардный список ЦБ (список ценных бумаг, принимаемых в залог) очень широк и включает в себя помимо государственных облигаций различные виды корпоративных облигаций, облигации ипотечных агентств и даже акции различных эмитентов [Статистика..., 2015]. Без наличия развитого и емкого финансового рынка, предоставляющего целый спектр финансовых инструментов, в том числе позволяющих хеджировать валютные риски, невозможно эффективно управлять инфляционными ожиданиями и минимизировать валютные риски в условиях плавающего валютного курса.

Хотя внутренний отток капитала оставался значительным, в 2014 г. наметились новые направления «бегства от национальной валюты». Население страны в начале года (в период обострения украинских событий) частично вывело средства с рублевых депозитов, направив их не только на покупку иностранной валюты, но и потребительских товаров, в особенности *товаров длительного пользования*. Аналогичные события происходили и в конце года. Благодаря этому в IV квартале 2014 г. на фоне обесценивающегося рубля розничный оборот в непродовольственном сегменте стал максимальным за прошедший год.

Тем не менее, несмотря на некоторые наметившиеся положительные тенденции, экономика России постоянно сталкивается с различного рода шоками, в период которых резко усиливается волатильность потоков капитала, фондовых рынков и валютного курса. Это препятствует последовательному проведению намеченной политики и не способствуют формированию инфляционных ожиданий. В периоды относительного спокойствия в мировой экономике и отсутствия внешних шоков Банк России практически не вмешивался в функционирование валютного рынка, то при возникновении внешних или внутренних шоков, сопровождаемых оттоком капитала из РФ, *объемы интервенций ЦБ* на валютном рынке значительно увеличивались (рис. 4).

Шоки, которые периодически поражают российскую экономику, имеют свои особенности.

Во-первых, это внешние шоки, которые затрагивают одновременно все *страны с формирующимися рынками*. Их можно назвать системными. Так, осенью 2013 г. при появлении первых признаков улучшения экономической ситуации в США ФРС стала сворачивать программу количественных смягчений (скупки активов), благодаря которой поддерживался высокий уровень долларовой ликвидности в мировой финансовой системе. В ожидании монетарного ужесто-

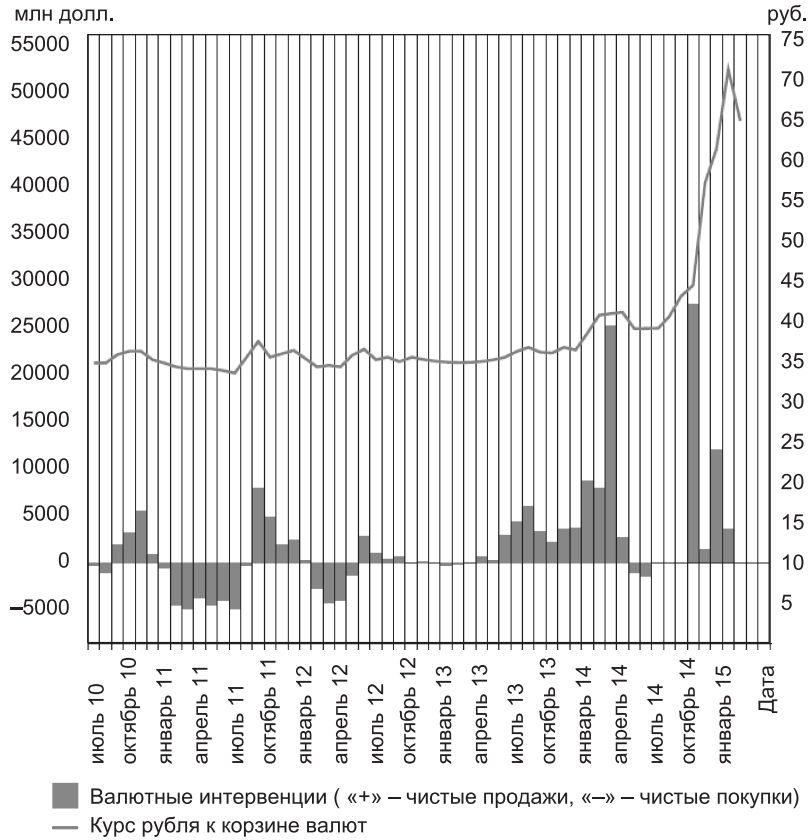

Рис. 4. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в июле 2010 г. — январе 2015 г.

Источник: Банк России.

чения началось «бегство в доллар», и валюты всех развивающихся стран с ноября 2013 г. по середину февраля 2014 г. одновременно начали обесцениваться. Наблюдался массовый уход в активы, деноминированные в иностранной валюте, что вело к ослаблению рубля. Банк России препятствовал этому за счет своих интервенций, но также был вынужден постоянно расширять предоставление ликвидности для удержания ставок на стабильно низком уровне (ключевая ставка в 2013 г. составляла 5,5%, таргетируемый уровень рыночных ставок — ниже 6,5%).

Похожая картина наблюдалась и осенью 2014 г. Предполагаемые изменения в политике ФРС привели к обвалу валют подавляющего большинства развивающихся стран. В середине сентября по срав-

нению с началом месяца рубль подешевел относительно доллара на 4,1%, бразильский реал — на 4,4%, большинство валют других развивающихся стран — на 0,5–2,8% [Власть, 2014, с. 20].

Во-вторых, это шоки, поражающие *страны с так называемыми сырьевыми валютами*. Российский рубль выступает не только валютой страны с формирующимися рынками, но и одной из сырьевых валют, относящихся к рискованным, колебания курса которой зависит от изменений глобального спроса на весь спектр аналогичных валют. Если сопоставить динамику среднемесячных значений курса рубля с аналогичными показателями десяти сырьевых валют, к которым относятся валюты Австралии, Канады, Бразилии, Мексики, ЮАР, Турции, Польши, Индии, Индонезии, Южной Кореи, то коэффициент корреляции курса рубля с курсом этой корзины по отношению к доллару за последние 10 лет составляет больше 0,8. За пятилетний и трехлетний период эта корреляция еще теснее — более 0,9 [РБК, 2014, с. 24]. В корзину попали валюты крупных государств, входящих в топ-30 по объему ВВП и чувствительных к сырьевому циклу. Это означает, что изменение стоимости рубля на 80–90% зависело от колебаний глобального спроса, а не событий, которые происходили непосредственно в национальной экономике и определялись внутренними факторами. Таким образом, до тех пор пока российская экономика будет иметь исключительно сырьевую направленность, а международная система расчетов основываться на долларе, колебания курса рубля в зависимости от ситуации, складывающейся на мировом сырьевом рынке, будут неизбежными.

В-третьих, это *внешнеполитические шоки*, определяющиеся проводимой Россией независимой внешней политикой, которая не всегда соответствует ожиданиям других мировых держав. Существенным фактором риска и высоких ожиданий падения курса рубля в начале 2014 г. стало вхождение Крыма в состав РФ и политическая нестабильность на Украине. В период нарастания украинского кризиса — в первой половине 2014 г. — происходил массовый отток капитала и обесценение рубля к бивалютной корзине. Уровень равновесия, вокруг которого происходили колебания курса, в 2012–2013 гг. составлял 34,5–36 руб. за бивалютную корзину. Новый баланс при высокой волатильности на рынке в апреле — мае 2014 г. составил 41–42,5 руб.

В мае 2014 г. ситуация на валютном рынке несколько стабилизировалась, и курс рубля укрепился на фоне того, что сначала Банк России сократил валютные интервенции для поддержки курса, а потом и вовсе их прекратил (при этом ЦБ даже возобновил покупки валюты для пополнения Резервного фонда РФ). Однако

политика рефинансирования не претерпела существенных изменений. Рефинансирование банков под залог нерыночных активов стало более доступным для кредитных организаций, причем в нарастающих объемах, и общий объем такого финансирования превысил 2,0 трлн руб., что способствовало усилению инфляции.

Летом 2014 г. курс рубля оставался волатильным и в отдельные периоды даже укреплялся относительно доллара и евро. Введение западных секторальных санкций в отношении России вызвало номинальное и реальное обесценение национальной валюты. Однако ЦБ не вмешивался в процесс курсообразования вплоть до осени, последовательно расширяя границы валютного коридора.

В преддверии перехода к свободному курсообразованию Банк России постоянно расширял границы коридора бивалютной корзины, изменяя параметры курсовой политики в пользу увеличения нейтрального диапазона. 18 августа 2014 г. операционный интервал был расширен с 5 до 9 руб., а интервенции внутри него обнулены. При данных параметрах курсового механизма регулятор должен был проводить интервенции в поддержку рубля, если курс составлял 44,4 руб. к бивалютной корзине. Однако если интервенции превышали 350 млн, операционный интервал сдвигался, как и раньше, на 5 коп.

В то же время накануне перехода к свободному курсообразованию осенью 2014 г. ситуация на российском валютном рынке обострилась. Это было связано с рядом причин. Прежде всего с ожиданиями экономических агентов относительно действий регулятора на валютном рынке, в частности с его отказом от поддержки курса рубля в самое ближайшее время, что активизировало действия спекулянтов. Кроме этого повысился спрос на валюту в ожидании новых санкций из-за выборов на юго-востоке Украины, а также из-за снижения цен на нефть на мировом рынке до 50 долл. за баррель.

1 октября 2014 г. в результате постоянного обесценения рубля в сентябре ЦБ РФ впервые с мая 2014 г. провел валютные интервенции объемом 581,5 млн долл. для поддержки курса рубля и сдвинул границы коридора в диапазон 35,6 и 44,6 руб. к бивалютной корзине. В октябре 2014 г. ЦБ РФ потратил на валютные интервенции в поддержку курса рубля 29 млрд долл.

В результате снижение номинального курса российского рубля в период с весны по осень 2014 г. составило около 40%. Падение рубля было выгодно правительству РФ, так как с точки зрения наполнения бюджета давало дополнительные доходы от экспорта нефти и газа. Постепенное ослабление курса рубля позволяло ЦБ «нащупывать» его реальный равновесный курс, чтобы не создавать панических распродаж в момент перехода к плавающему валютному

курсу. Слабый рубль также был призван помочь избежать сильной рецессии, так как давал относительные преимущества внутренним производителям перед импортом.

Таким образом, сложившийся устойчивый тренд номинального и реального ослабления рубля и уменьшение волатильности курсовой динамики, вызванные изменением фундаментальных макроэкономических условий, подтолкнули монетарные власти к тому, чтобы ускорить переход к плавающему рублю. Все действия нового руководства ЦБ РФ были нацелены на активное сокращение его операций на валютном рынке. Постоянное расширение границы бивалютного коридора, заявление ЦБ о его ликвидации к началу 2015 г., уменьшение объема целевых валютных интервенций ЦБ свидетельствовали о твердом намерении регулятора перейти к плавающему валютному курсу, а именно — к гибкому управляемому плаванию. «До 2015 г. будет отменен валютный коридор в его текущем виде, а интервенции станут проводиться реже. Но это не означает, что они совсем прекратятся. На резкие колебания курса, которые могут подорвать финансовую стабильность, нужно реагировать интервенциями. Именно так поступил Банк России в марте этого года, когда возникла угроза спиралевидного движения курса. И так он будет поступать и впредь после перехода к инфляционному таргетированию» [Юдаева, 2014, с. 9].

3. Последствия перехода к свободному курсообразованию

Обесценение рубля осенью 2014 г. подготовило условия для ускоренного перехода к плавающему валютному курсу. Однако в целом можно констатировать, что в 2014 г. политика денежных властей РФ по переходу к плавающему обменному курсу натолкнулась на серьезные препятствия и ограничения. Переход к свободному курсообразованию до предела обострил ситуацию на валютном рынке в декабре, что объяснялось комплексом негативных факторов.

Из-за санкций, затронувших финансовый сектор, был перекрыт доступ российским компаниям и банкам к «длинным» западным деньгам. Они столкнулись с невозможностью брать кредиты на срок более 90 (позже — более 30) дней, размещать новые выпуски валютных облигаций, привлекать иностранный акционерный капитал. В результате банки стали воздерживаться от продажи форвардов. В условиях неопределенности фондовый рынок сжался с нескольких сотен миллионов долларов до десятков миллионов долларов в день. Весь неудовлетворенный спрос выплеснулся на рынок спот [РБК, 2015, с. 48]. Таким образом предложение валюты

уменьшилось до минимумов, и давление на российский рубль постоянно повышалось.

Помимо западных санкций, падения мировых цен на нефть на декабрь пришелся пик ежегодных выплат по внешнему долгу российскими компаниями и банками, что увеличивало спрос на валюту. Активизировалась деятельность валютных спекулянтов, ожидавших дальнейшего обесценения рубля. Невмешательство ЦБ РФ в деятельность валютного рынка одними игроками расценивалось как нежелание тратить уменьшающиеся ЗВР, другими — как растерянность и неготовность регулятора своевременно принять адекватные меры по стабилизации ситуации.

Сильнейший удар по валютному рынку нанесло известие 11 декабря 2014 г. о размещении облигаций «Роснефти» на сумму 625 млрд руб. Резкий взлет спроса на валюту объяснялся ожиданиями того, что эта ликвидность хлынет на валютный рынок. Компания остро нуждалась в валюте для выплаты части долга, 90% которого на тот момент было номинировано в иностранной валюте. 16 декабря 2014 г. были преодолены психологические отметки: биржевой курс рубля обесценился до уровней 100 руб. за евро и 80 руб. за доллар (рис. 5).

В этот период банковская система столкнулась с нехваткой ликвидности, поскольку клиенты банков (физические и юридические лица) активно проводили операции по трансформации своих средств на счетах в банках в иностранные валюты. В 2014 г. население России купило 30 млрд долл., из которых 18 млрд долл. — в IV квартале [РБК, 2015, с. 52].

Усилилось «бегство капитала». В I квартале чистый отток капитала из РФ оценивался экспертами в сумму от 65 млрд долл. до 85 млрд долл., что примерно соответствовало годовому показателю оттока капитала в 2013 г. Фактически по итогам 2014 г. отток капитала из России оценивался в 150 млрд долл. С сентября 2014 г. по март 2015 г. объем ЗВР Банка России снизился на 112,5 млрд долл. (рис. 6).

Вывоз капитала из РФ привел к дальнейшему «обескровливанию» финансовых рынков России. Тенденция к снижению капитализации корпоративного сектора, падению курсов акций и росту стоимости привлечения займов как на внутреннем рынке, так и за рубежом нарастала в течение всего 2014 г. Ситуацию ухудшило и понижение долгосрочного кредитного рейтинга России по обязательствам в иностранной валюте международным агентством Standard&Poor's с BBB до BBB– (прогноз был изменен со стабильного на негативный), введение секторальных западных санкций, прежде всего в отношении финансового сектора. В январе 2015 г. Stan-

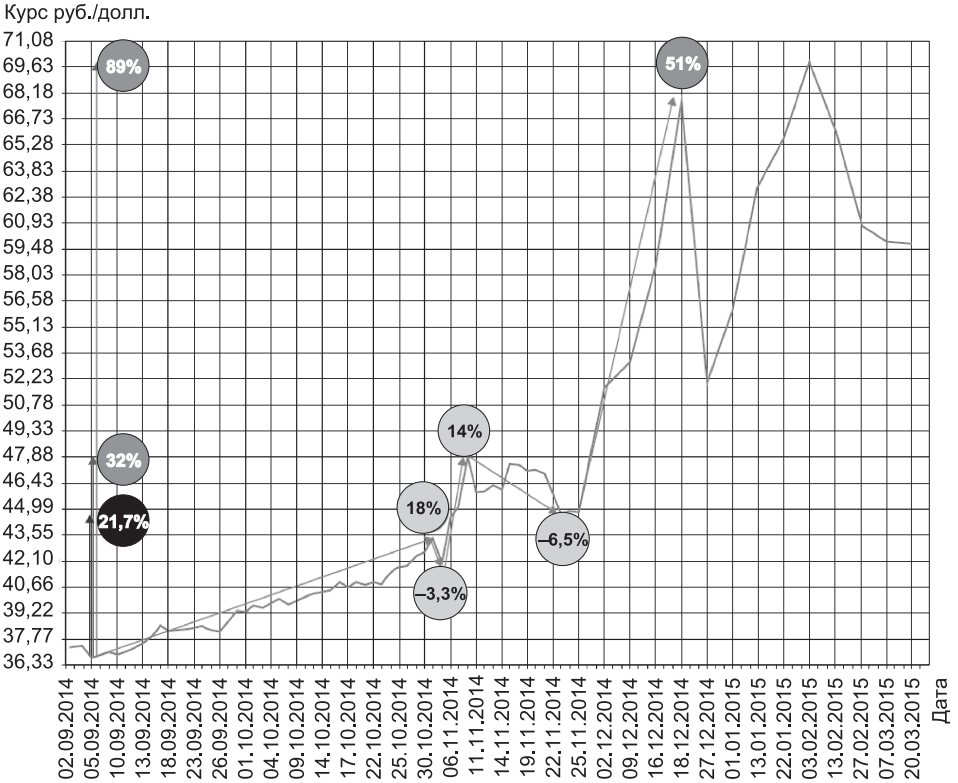

Рис. 5. Динамика курса рубля к доллару США (01.09.2014 — 20.03.2015).

Источник: Банк России.

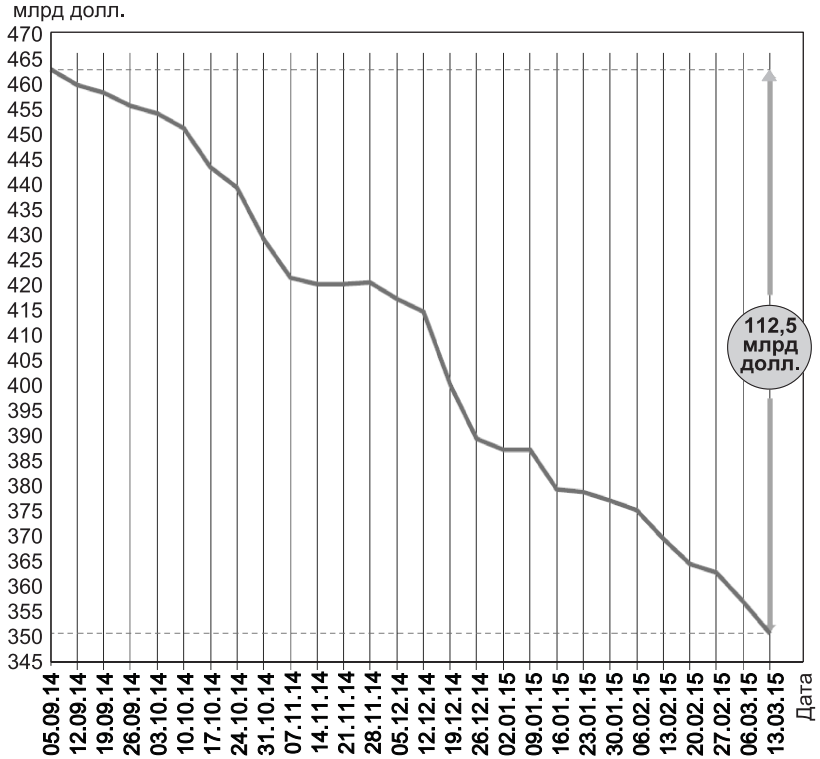

Рис. 6. Международные резервы РФ, в том числе монетарное золото, в сентябре 2014 г. — марте 2015 г. (млрд долл.).

Источник: Банк России.

dard&Poor's продолжило планомерное снижение суверенного кредитного рейтинга и установило его на уровне BB+, т.е. на так называемом мусорном уровне, причем с негативным прогнозом.

Снижение кредитного рейтинга влечет за собой негативные последствия. Примерно четвертью госдолга РФ, деноминированного в национальной валюте, владеют иностранные институциональные инвестиционные фонды. Внутренние уставные документы и национальное законодательство прямо запрещают таким фондам инвестировать средства в ценные бумаги с неинвестиционным рейтингом, к которым относится теперь и суверенный долг РФ. Следовательно, они будут вынуждены начать их распродажу, что приведет к падению их котировок. Данное событие сильно удорожает возможные будущие заимствования, которые могли бы использоваться для покрытия дефицита государственного бюджета.

В подобную ситуацию могут попасть и долговые ценные бумаги российских компаний.

Возможно также срабатывание так называемых ковенантов, т.е. условий, при которых заемщики должны досрочно погасить свой кредит при наступлении чрезвычайных обстоятельств. Снижение суверенного национального рейтинга, за которым последует и снижение инвестиционных рейтингов российских компаний, с высокой вероятностью подпадает под подобные критерии. Таким образом это поставит многие компании в затруднительное положение и создаст нервозность на валютном рынке. Введенные в июле и сентябре 2014 г. западные санкции, затронувшие финансовый и нефтегазовый секторы, ограничивая долгосрочное заимствование, усиливают дефицит внешнего финансирования.

Переход к свободному курсообразованию в России происходил на фоне замедления роста российской экономики (темпы роста ВВП в 2014 г. составили 0,5%), которое не было преодолено за счет привлечения инвесторов. В результате бюджетная система не получила дополнительный приток налоговых поступлений.

В настоящий момент инфляционная инерция и негативные ожидания населения (страх перед высокой инфляцией и возможным дальнейшим обесценением рубля) во многом связаны с неопределенностью и действием немонетарных факторов, носящих как временный характер (санкции), так и являющихся результатом несогласованности политики правительства (необходимость повышения налогов) и ЦБ (снижение инфляции). Так, обсуждение возможности введения новых налогов (в частности, налога с продаж) в целях увеличения доходов в государственную казну усилило инфляционные ожидания населения и еще больше отпугнуло иностранных инвесторов. Таким образом, нередко складывается ситуация, в которой ЦБ и правительство пытаются бороться с последствиями произошедших в их сферах потрясений, не особо оглядываясь друг на друга.

Следует отметить, что российская экономика столкнулась с рядом сложностей не только в силу подверженности различного рода шокам, но и в результате однобокой сырьевой структуры экономики: 82% российского экспорта составляют сырьевые товары. К этому нужно добавить недостатки рыночной инфраструктуры (институциональные системные риски), неразвитость финансового рынка и слабость финансовой системы, плохой инвестиционный климат, а также структурные проблемы на рынке труда. Внешнеэкономические и макроэкономические риски при проведении денежно-кредитной политики в РФ оказались тесно переплетены.

Банк России продолжал, хотя не всегда достаточно оперативно, реагировать на проблемы, возникающие на валютном рынке, не сворачивая с основного пути. В условиях рекордного падения курса рубля, начавшегося осенью 2014 г., Банк России объявил о запуске сроком на один день (16 сентября) операций «валютный своп» по продаже долларов за рубли с последующей покупкой, ограничив объем суммой в 1 млрд долл. для расчетов «сегодня/завтра» и в 2 млрд долл. для расчетов «завтра/послезавтра». Ставки по рублевой части сделки были установлены ниже ключевой и составляли 7% годовых, по долларовой части — 1,5% годовых.

С целью пресечь деятельность спекулянтов на валютном рынке ЦБ РФ установил контроль за расходованием рублевых средств, предоставляемых коммерческим банкам для кредитования реального сектора экономики, чтобы воспрепятствовать их попаданию на валютный рынок.

В течение 2014 г. Банк России пять раз повышал ключевую ставку для ограничения валютных спекуляций и сдерживания инфляции. В середине декабря 2014 г. ЦБ РФ предпринял экстренные меры по нормализации ситуации на валютном рынке, повысив ключевую ставку до беспрецедентных 17%, а затем провел валютные интервенции. Повышение ключевой процентной ставки сделало кредитные ресурсы недоступными для большинства коммерческих предприятий даже на внутреннем рынке, что еще больше снизило стимулы для возобновления экономического роста. В январе 2015 г. Банк России снизил ключевую ставку до 15%.

Стабилизации на валютном рынке удалось достичь лишь в конце февраля — начале марта 2015 г., когда обменный курс рубля относительно доллара и евро вышел на уровень начала декабря 2014 г. 13 марта 2015 г. ключевая ставка вновь была снижена до уровня 14% годовых. Банк России, несмотря на драматичность ситуации на валютном рынке, не ввел ограничения на трансграничные потоки капитала, сохранив курс на финансовую либерализацию, что послужило положительным сигналом для игроков валютного рынка (рис. 6).

Однако достигнуть значения уровня инфляции в 4,5% не удастся ни в 2015 г., ни в 2016 г. Введение ответных продуктовых санкций против стран ЕС и США в 2014 г. вызвало значительный рост цен.

13 марта 2015 г. Банк России опубликовал доклад о денежно-кредитной политике, который содержит в себе предварительный прогноз развития экономики РФ на период до 2017 г. Отчет основан на статистических данных, собранных до января 2015 г. Предполагается, что пик кризиса придется на первый квартал 2016 г.,

который впоследствии сменится бурным восстановительным ростом ВВП с темпом 5,5–6,3% в 2017 г.

К сожалению, в докладе нет экономических прогнозов на более отдаленную перспективу. Однако в целом согласно ему можно предположить, что ЦБ РФ рассматривает ожидаемый в 2017 г. рост экономики как «восстановительный». Он произойдет за счет дозагрузки простаивающих производственных мощностей и не сможет изменить сложившийся долгосрочный макроэкономический тренд. Действительно, замедление экономического роста, начавшееся еще в конце 2013 г., стало результатом огромного числа структурных проблем, которые накапливались в российской экономике на протяжении последних нескольких лет. Оно было усилено, как уже неоднократно отмечалось ранее, целым рядом негативных внешних шоков, которые превратили стагнацию в падение. Даже если западные санкции будут сняты и цены на нефть поднимутся в область комфортных 80 долл. за баррель, российская экономика не сможет продемонстрировать предкризисный рост в 6–7% без необходимых структурных преобразований.

Аналитики Банка России считают, что потенциал импортозамещения даже на фоне значительной девальвации рубля носит довольно ограниченный характер. С одной стороны, потребители стали больше ориентироваться на отечественную продукцию, с другой — падение внутреннего платежеспособного спроса из-за роста цен нивелировало данные краткосрочные преимущества.

В металлургическом производстве сальдированная прибыль возросла на 65%. Достаточно большой «запас прочности» к ослаблению рубля имеют транспорт, связь, торговля. Однако влияние снижения спроса оказалось более существенным. В результате сальдированный финансовый результат по этим видам деятельности сократился по сравнению с предыдущим годом. По большинству прочих видов деятельности ослабление рубля ухудшило финансовые результаты предприятий, что особенно заметно в производстве транспортных средств и оборудования [Доклад..., 2015, с. 34].

Банк России отмечает, что «сдерживать рост экономики также будут необходимость погашения внешнего долга и ужесточение внутренних ценовых и неценовых условий кредитования». Рост объемов кредитования в 2015–2016 гг. прогнозируется на уровне 2–9%, что явно недостаточно для реанимирования стагнирующей российской экономики.

В целом указанный доклад можно рассматривать как сигнал ЦБ участникам рынка о том, что в ближайшем будущем возможно смягчение проводимой денежно-кредитной политики с использованием не только инструмента ключевой ставки.

Таким образом, Банк России осуществил переход к свободному курсообразованию в сложной макроэкономической и внешнеполитической обстановке, тем самым подготовив необходимые условия для реализации в скором времени политики таргетирования инфляции. Успех этой политики напрямую будет зависеть от скоординированных и последовательных действий ЦБ РФ и Правительства РФ.

Список литературы

Власть. 2014. № 38. Сентябрь.

Доклад о денежно-кредитной политике. 2015. № 1. Март // Центральный банк Российской Федерации: сайт. 2000–2015. URL: www.cbr.ru/publ/ (дата обращения: 20.05.2015).

РБК. 2014. Август.

РБК. 2015. Март.

Статистика Центрального банка России // Центральный банк Российской Федерации: сайт. 2000–2015. URL: www.cbr.ru/statistics (дата обращения: 20.05.2015).

Экономика России: состояние, тенденции, перспективы / Под ред. А.А. Пороховского, С. Роболиса, К.А. Хубиева, В. Такудиса. М., 2009.

Юдаева К.В. О курсовой политике // Вопросы экономики. 2010. № 1.

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

Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014 // IMF Website. 2014. URL: www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf (last accessed data: 20.05.2015).

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

Vlast', 2014, N 38, Sentjabr'.

Doklad o denezhno-kreditnoj politike, 2015, N 1, Mart, *Central'nyj bank Rossijskoj Federacii: sajt*, 2000–2015, URL: www.cbr.ru/publ/ (data obrashhenija: 20.05.2015).

RBK, 2014, Avgust.

RBK, 2015, Mart.

Statistika Central'nogo Banka Rossii, *Central'nyj bank Rossijskoj Federacii: sajt*, 2000–2015, URL: www.cbr.ru/statistics (data obrshhenija: 20.05.2015).

Jekonomika Rossii: sostojanie, tendencii, perspektivy, Pod red. A.A. Porohovskogo, S. Robolisa, K.A. Hubieva, V. Takudisa, M, 2009.

Judaeva K.V. O kursovoj politike, *Voprosy jekonomiki*, 2010, N 1.

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