

**ОБ ОБЕСПЕЧЕНИИ ВАЛЮТНОЙ СТАБИЛЬНОСТИ
И О НОВЫХ ФИНАНСОВЫХ МЕХАНИЗМАХ
В УСЛОВИЯХ САНКЦИОННОГО РЕЖИМА**

Новый виток санкций США и ЕС против России предопределяет необходимость повышения роли внутреннего рынка и национальных монетарных властей в обеспечении бесперебойного экономического развития страны. Поскольку вводимые ограничения в значительной мере касаются вопросов доступа на финансовые рынки (получения кредитов, размещения ценных бумаг, и др.) требуется *активизация* таких внутренних механизмов формирования денежных ресурсов, которые восполнили бы сокращение внешнего финансирования. А это предполагает значительную *корректировку* проводившейся ранее денежно-кредитной и финансовой политики — политики опоры преимущественно на международные рынки (что и выражалось в устойчивом росте внешней задолженности российских банков и компаний). Указанные активизация и корректировка суть предмет настоящей статьи.

Как известно, Банк России в очередной раз повысил ключевую ставку, а чуть позже объявил режим плавающего валютного курса рубля, что сопровождалось усилением курсовой волатильности (см. график 1¹). Действительно, в нынешних условиях часто отмечаются прецеденты, когда берущиеся компаниями рублевые кредиты идут на валютный рынок, вызывая снижение курса рубля и сокращение валютных резервов. В то же время ситуация выглядит *спекулятивной*: сегодняшний курс рубля явно не соответствует его объективным экономическим характеристикам. Еще до масштабного падения этого курса, по оценкам ОЭСР, рубль был *недооценен* на 30%², а сейчас, естественно, — на еще большую величину. И представляется, что мегарегулятор вполне располагает необходимыми инструментами для того, чтобы поставить ситуацию под контроль. К тому же стабильность валютного курса — прямое требование к Банку России, фигурирующие в Конституции РФ, согласно статье 75 которой «защита и обеспечение устойчивости рубля — основная функция Центрального Банка Российской Федерации».

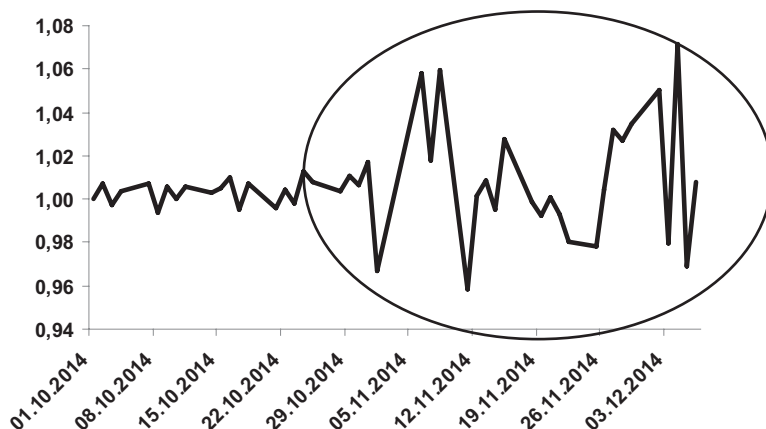
Очевидно, что актуальность решения этой основополагающей задачи сегодня возрастает. Между тем, хотя в соответствии с объявленной политикой «инфляционного таргетирования» предполагалось, что при свободном плавании курса процентные ставки окажутся под более жестким, нежели ранее, контролем,

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

¹ График включен в статью после подписания номера в печать. — Ред.

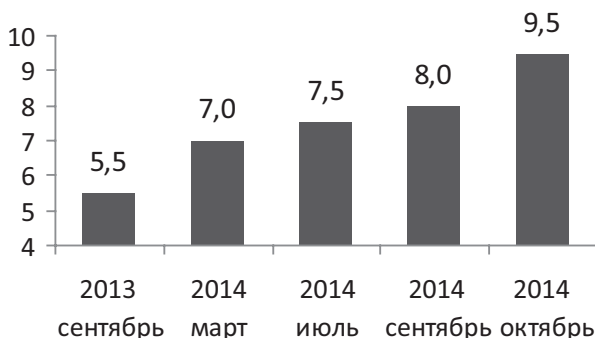
² Подробно об этом см.: Е р ш о в М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? — М.: Экономика, 2011 (раздел «О валютной политике»). Книга размещена на указанном сайте автора.

фактически наблюдаются и волатильность курса, и постоянный рост процентных ставок (см. графики 2 и 3), инициируемые самим Банком России.



Источник: данные Банка России.

График 1. Динамика индекса номинального курса рубля к доллару США в октябре — декабре 2014 г.



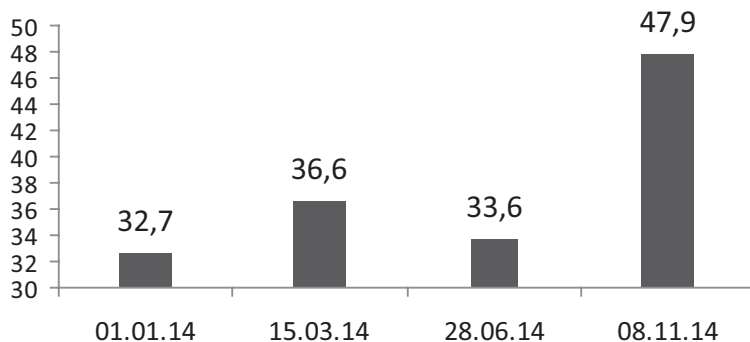
Источник: данные Банка России.

График 2. Динамика ключевой ставки Банка России в сентябре 2013 — октябре 2014 г., %.

Рост ключевой центробанковской ставки каждый раз приводит и к повышению ставок для реальной экономики (см. график 4), а они и без того были очень высоки — более 10%³. Причем сам ЦБ РФ свое влияние на ставки для экономики признает: их рост, отмечается в «Основных направлениях единой

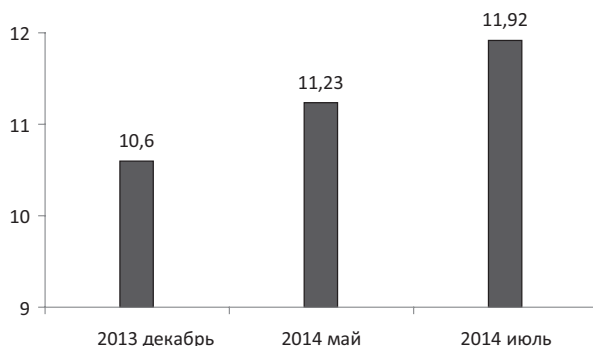
³ На эту тенденцию, характерную для нынешнего российского финансового рынка, неоднократно обращалось внимание автором настоящей статьи и другими специалистами. См., например: Е р ш о в М. Пять лет после масштабной фазы кризиса: насколько стабильна ситуация? // Вопросы экономики. — 2013. — № 12; Г л а з ь е в С. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. — 2014. — № 9; е г о ж е . Экономическая стратегия России в контексте украинских событий: еще раз к предложенной альтернативе // Российский экономический журнал. — 2014. — № 4.

государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов», связан «как с повышением ключевой ставки Банка России, так и со снижением доступности и удорожанием внешних заимствований...»⁴



Источник: данные Банка России.

График 3. Динамика валютного курса доллара к рублю в 2014 г.



Источник: данные Банка России.

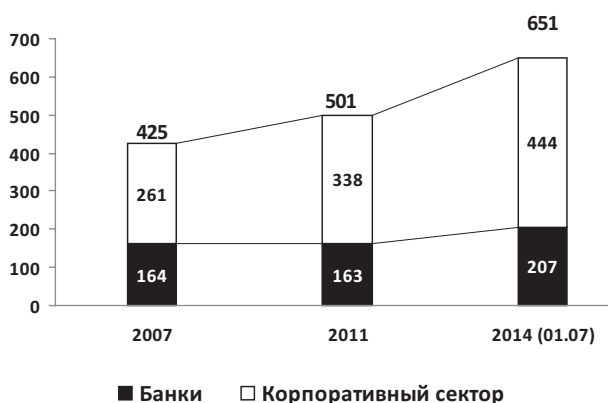
График 4. Динамика ставок по кредитам нефинансовому сектору (сроком свыше одного года) в конце 2013 — 2014 г., %.

И поскольку санкции существенно ограничили доступ многих отечественных компаний на международные финансовые рынки, создав тем самым дополнительные трудности при финансировании экономики, вызывает, по меньшей мере, недоумение, тот факт, что это ужесточение внешней среды сопровождается не смягчением, а ужесточением (!) внутренних подходов регуляторов. Последние должны были бы, напротив, создать максимально комфортные условия для бизнеса, нейтрализуя тем самым возникшие новые трудности.

В целом в сложившихся новых условиях важно обеспечить *приоритетную роль внутренних источников монетизации*, сокращая остающуюся весьма

⁴ Прочитирован проект названного документа от 26 сентября 2014 г. [[http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2015\(2016-2017\)pr.pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2015(2016-2017)pr.pdf) (с. 16)].

высокой роль внешних источников (см. график 5). Целесообразно также провести последовательное замещение иностранных заимствований контролируемых государством банков и корпораций внутренними источниками кредита. Для этого необходимо расширение спектра механизмов и инструментов финансирования экономики со стороны ЦБ и Минфина России. Так, следует более оперативно и широко внедрять уже предложенный новый центробанковский инструмент, предполагающий долгосрочное (до трех лет) рефинансирование под инвестиционные проекты (хотя ясно, что для поддержания должного уровня долгосрочных инвестиций такие сроки недостаточны). В данном контексте напомним, что: а) рефинансирование на три года масштабно использовалось Европейским центральным банком (механизм LTRO), а в настоящее время там введены более продолжительные сроки (четыре года); б) для минимизации рисков участников в США даже заранее объявили процентную ставку, определяющую стоимость финансирования, до середины 2015 г.



Источник: данные Банка России.

График 5. Динамика внешнего долга российских банков и корпораций в 2007–2014 гг., млрд. долл.

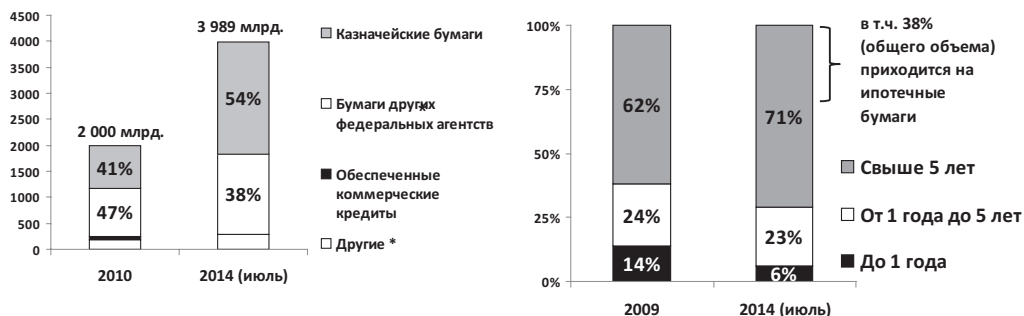
Представляется необходимым дальнейшее расширение ломбардного списка Банка России при осуществлении рефинансирования. Этот список должен включать более широкий перечень крупных системообразующих (да и средних и мелких компаний), чьи рейтинги соответствуют центробанковским критериям; при необходимости возможно рассмотреть вариант смягчения критериев рейтингования — для расширения охвата участников.

Целесообразна диверсификация рынков и источников привлекаемых валютных ресурсов. Речь может идти, в частности, о финансовых системах японской иены, швейцарского франка, юаня.

По примеру развитых стран (США, Японии) российским монетарным властям целесообразно также делать акцент на формировании целевых длинных и сверхдлинных ресурсов (30 лет в США, 40 лет — в Японии) с невысоким уровнем процентной ставки, основанных на использовании целевых государственных бумаг (в том числе связанных с финансированием долгосрочных инвестиционных

проектов), которые дополняются инструментами среднесрочного финансирования. Это способствовало бы созданию мощной основы длинных ресурсов в экономике.

В настоящее время именно такие механизмы преобладают в упомянутых наиболее зрелых финансовых системах мира (см. графики 6 и 7).



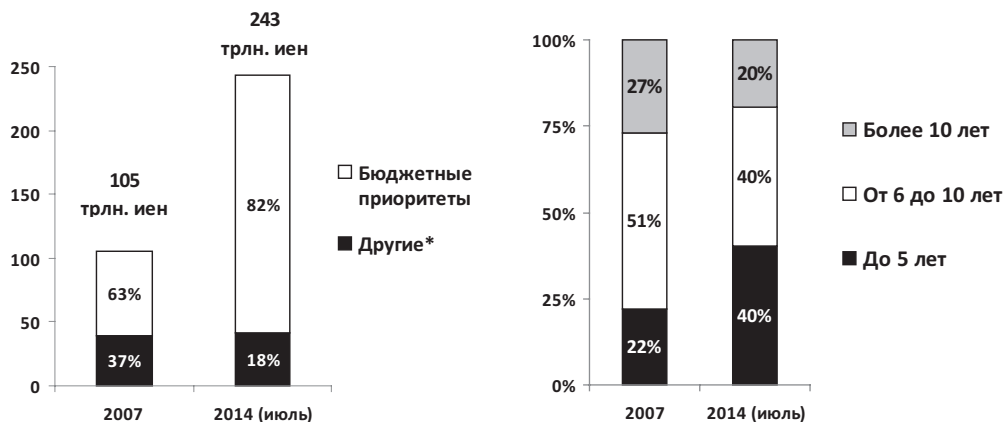
а) по инструментам

б) по срокам

* Средства в расчетах, свопы, золото, кредиты и др.

Источник: данные Федеральной резервной системы США.

График 6. Денежная база доллара США.



а) по инструментам

б) по срокам

* В том числе финансирование под обеспечение различных инструментов (облигации, коммерческие бумаги и т.д.).

Источник: построено по данным Банка Японии.

График 7. Денежная база японской иены.

Для минимизации рисков нецелевого использования формируемых рублевых средств, а также рисков, связанных с нежелательным давлением на валютный рынок и на курс рубля, необходимо предусмотреть комплекс мер, направленных на дестимулирование ухода полученных рублей в валюту. Эти меры предполагают

трактовку рублевых операций как более привлекательных в сравнении с валютными (по опыту других стран, в частности, Швейцарии и Японии) и включают использование более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями: норм резервирования, достаточности капитала, и др. Важно задействовать налоговые стимулы, а также иные механизмы, предотвращающие нецелевой переток средств, дестабилизирующий рынок (в том числе — посредством применения спецсчетов, валютных позиций и иных рычагов).

Существенную роль может сыграть ограничение предоставляемой рублевой ликвидности для экономики в целом, способное перекрыть приток на валютный рынок спекулятивных ресурсов. В то же время эту меру следует применять крайне аккуратно, поскольку она чревата затруднением и всех остальных видов рублевых операций (кредитных, депозитных и т.д.).

Такой же аккуратности требует использование другого рычага — процентной ставки (ключевой ставки и ставки рефинансирования). Стабилизируя валютный курс, она в состоянии одновременно замедлить экономический рост. Во всяком случае, за последние годы его замедление, как правило, сопровождалось повышением ставок, и наоборот, при их снижении отмечался рост ВВП⁵ (см. график 8).

Валютное фондирование (рефинансирование) для обслуживания уже взятых валютных кредитов при достижении значений, приводящих к нежелательному сокращению валютных резервов страны, может потребовать создания специализированных валютных фондов для указанных целей. В случае сокращения объемов валютных резервов до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль можно на необходимое время вернуться к практике обязательной продажи части валютной выручки, а также использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке. При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

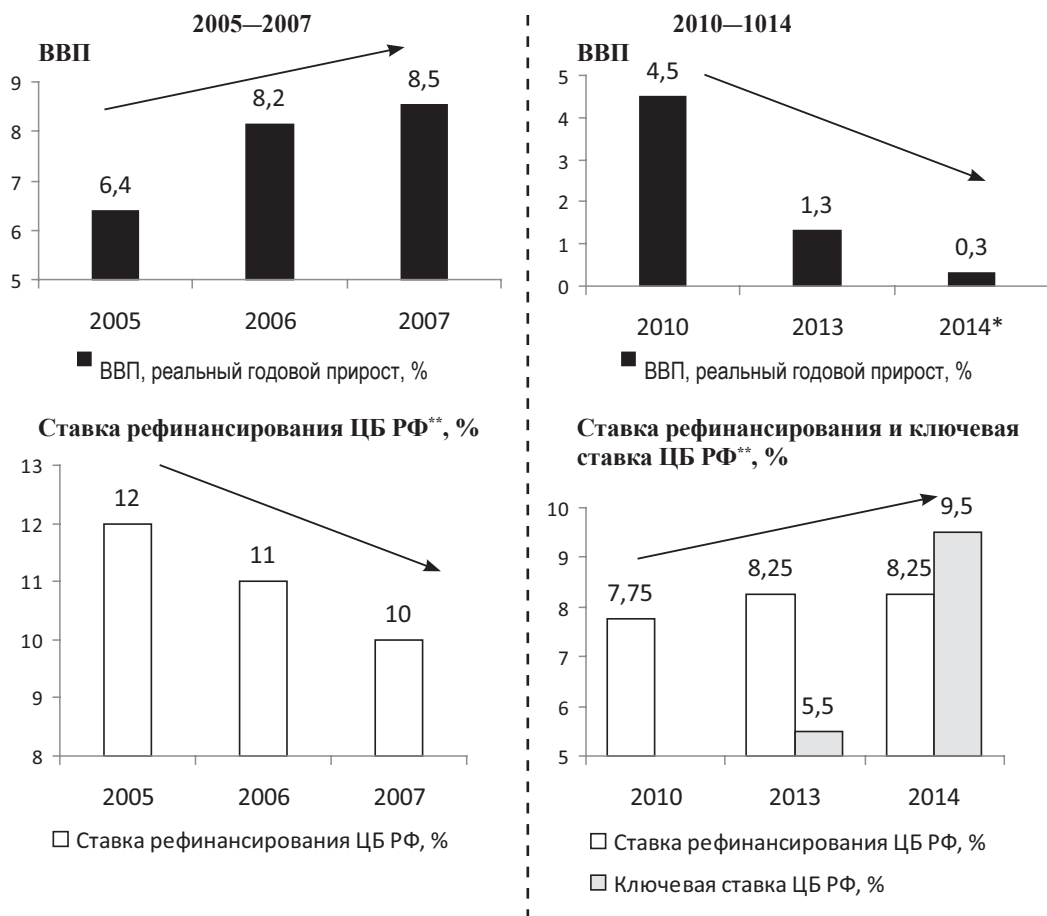
Для стимулирования экспортеров к продаже валюты необходимо также внедрить упомянутый выше широкий комплекс мер (резервов, балансовых нормативов, налоговых рычагов), формирующих более выгодные условия хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте.

В целях повышения доверия к рублю Банку России следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми он располагает. Речь идет в частности о том, что размер золотовалютных резервов в настоящее время превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) *в два раза!* Другими словами, все рубли в экономике теоретически могут быть стерилизованы, а курс может быть установлен таким, какой целесообразен для решения регуляторами задач, стоящих перед экономикой. Это понимание необходимо довести для участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а содействовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.

Напомним и о применявшихся ранее рычагах дестимулирования ухода в валюту, прежде всего о введенной в 1998 г. «нулевой валютной позиции по

⁵ Естественно, при всей множественности факторов, влияющих на рост экономики.

конверсионным операциям»⁶. При всей жесткости этой меры она позволила удержать рынок от дальнейшего падения (затем, когда положение стабилизировалась, она была отменена).



* Прогноз ЦБ РФ (ноябрь 2014 г.).

** На конец года; в 2014 г. — на конец ноября.

Источник: Данные Росстата и Банка России.

График 8. Динамика экономики России и ставки рефинансирования ЦБ РФ в 2005—2007 гг. и 2010—2014 гг.

Чтобы минимизировать повышательное воздействие продажи валюты на курс рубля, Банку России необходимо также рассмотреть возможность уменьшения

⁶ Имеется ввиду предписанное Указанием ЦБ РФ № 367-У от 23 сентября 1998 г. существенное ограничение нетранзакционного (отличного от обеспечения внешнеторговой деятельности клиентов, бесперебойной работы обменных пунктов и операций с банковскими картами) спроса банков на валюту. Фактически на конец операционного дня участники валютного рынка не могли иметь больше валюты, чем в начале дня (если речь шла о валюте, которая не была связана с обслуживанием внешнеторговых контрактов, а была приобретена как чисто страховой актив или для спекулятивных целей).

своего участия в указанной операции при одновременном повышении роли Минфина России. Последний может начать выпуск целевых казначейских рублевых облигаций⁷, имея в виду последующую покупку на вырученные им средства валюты у экспортеров, которая может быть использована для адекватного обеспечения экономических участников (в связи с этим не исключено создание специального валютного фонда Минфина России).

В условиях санкций необходимо более активное использование бюджетных механизмов стимулирования экономического роста. В целом очевидно, что рост экономики может и должен основываться на увеличении *дополнительных* финансовых ресурсов. И если раньше российская экономика, стоит повторить, в немалой степени финансово опиралась на международные рынки, то теперь, при их закрытии, решающую роль призваны сыграть внутренние источники финансовых ресурсов. При этом речь должна идти о нетто-притоке финансирования в целом, а не о привлечении ресурсов с других сегментов внутреннего рынка (поскольку это будет означать лишь переток того же объема средств). Отсюда и выдвижение на первый план механизмов бюджетного дефицитного финансирования в качестве стимулов экономического роста в новых условиях.

Именно на такие механизмы постоянно опираются ведущие экономики мира. Так, в США за период 1974—2013 гг. дефицит бюджета наблюдался в течение 36 лет и суммарно составил 10,8 трлн. долл., причем прирост номинального ВВП в итоге превысил 15 трлн. В Великобритании за период 1975—2013 гг. дефицит бюджета имел место в течение 33 лет и составил 1,2 трлн. ф. ст., а итоговый прирост номинального ВВП превысил 1,5 трлн. В Японии на протяжении 1994—2013 гг. бюджетный дефицит отмечался ежегодно, и его суммарный объем достиг 5,7 трлн. долл. при приросте ВВП в 1,6 трлн. Формально экономический рост Страны Восходящего Солнца был относительно скромным, но с учетом масштабных системных проблем, с которыми в течение многих лет сталкивалась японская экономика, можно предположить, что без мощной бюджетной поддержки она оказалась бы в полосе существенного долгосрочного спада. Более того, согласно недавним оценкам МВФ, «бюджетные стимулы и либерализация денежно-кредитной политики в Японии *позволили добиться впечатляющего оживления экономической активности*»⁸.

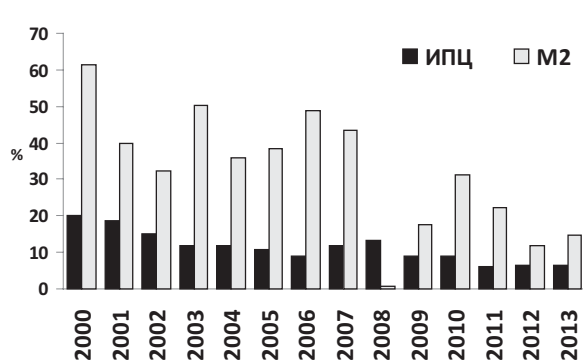
Не следует также преувеличивать вероятность возникновения больших инфляционных рисков вследствие расширения рублевой массы⁹. В условиях, когда масштабы монетизации (соотношение M2/ВВП) российской экономики

⁷ Согласно логике этого предложения, облигации покупаются за рубли в первую очередь Банком России (посредством роста денежной базы, т.е. эмиссии рублей) у Минфина России, который затем использует их для прямой покупки валюты у экспортеров — без выхода на валютный рынок; это позволяет миновать последний, уменьшая тем самым повышательное давление на курс рубля. Формирующиеся таким образом у Минфина России валютные средства должны использоваться в качестве дополнительного валютного источника для остальных участников экономики, восполняя сокращающиеся вследствие санкций внешние валютные источники.

⁸ Перспективы развития мировой экономики. — Вашингтон: МВФ, 2013 (октябрь) — С.1 (курсив автора настоящей статьи).

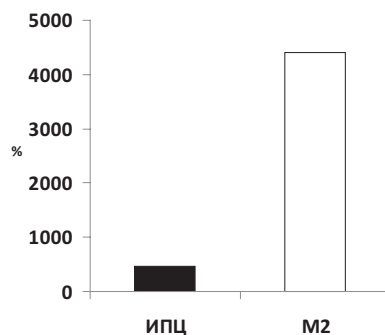
⁹ См., в частности: Е р ш о в М. Снова к проблеме «рост монетизации российской экономики и инфляционные риски» // Российский экономический журнал. — 2013. — № 1.

по-прежнему относительно невысоки (около 45% в сравнении с уровнем, превышающим 100%, у основных конкурентов), сохраняется возможность абсорбирования финансовых ресурсов на безинфляционной основе. Имеющийся опыт, согласно которому в 2000—2013 гг. ежегодный прирост цен в России устойчиво многократно отставал от ежегодного прироста денежной массы (а с учетом значительной немонетарной доли в российской инфляции итоговая монетарная величина будет еще меньше, чем на графиках 9 и 10), позволяет утверждать: с точки зрения обеспечения экономического роста преимущества монетизации превышают ее инфляционные риски.



Источник: данные Банка России.

График 9. РФ: ежегодный прирост денежной массы (M2) и инфляция (ИПЦ) в 2000—2013 гг.



Источник: данные Росстата и Банка России.

График 10. РФ: прирост денежной массы (M2) и инфляция (ИПЦ) в 2000—2013 гг.

Следует со всей тщательностью оценить новые возможности, возникшие вследствие внесения поправок в Федеральный закон «О Центральном Банке Российской Федерации» (редакция от 23 июля 2013 г.). Речь, в частности, идет о статье 34.1, где теперь более широко трактуются цели Банка России — обеспечивать «устойчивость рубля посредством ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста»¹⁰. Это дает основания ожидать активизации Банка России в стимулировании устойчивого экономического роста (по примеру центробанков ведущих стран, включая ФРС США). С учетом важнейшей системообразующей роли ЦБ РФ в экономике его большая вовлеченность в реальные хозяйственные процессы может оказать решающее воздействие на укрепление позиций страны в мире.

Обо всех подобных шагах не раз говорилось раньше, но сейчас необходимость их реализации становится безотлагательной для обеспечения устойчивого развития российской экономики в условиях обострившейся ситуации и новых вызовов.

¹⁰ Курсив автора настоящей статьи.