



Валютная стабильность – ключевая задача современного этапа

Текст: **Михаил Ершов**, д.э.н., член Межрегионального банковского совета при Совете Федерации, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве РФ (<http://www.ershovm.ru>).

Конец 2014 г. был ознаменован введением режима свободного плавания, что способствовало резкому и масштабному обесценению рубля, повышению его волатильности, появлению вновь признака из прошлого – долларизации. Все это развивалось в условиях введения санкций против России и снижения цен на нефть, что лишь усилило давление на курс рубля.

Цели и меры:

очевидное несоответствие

Неясность и противоречивость проводимой политики добавляла нервозности ее участникам (график 1).

Противоречивых шагов было действительно немало. Во-первых, объявлялось, что вводимое инфляционное таргетирование будет предполагать более свободное плавание рубля, но при одновременно более жестком контроле за процентными ставками. На деле, в этом году ключевая ставка повышалась шесть раз (естественно, вслед за этим росли и все остальные ставки на рынке), и в итоге наша экономика столкнулась как с многократным падением валютного курса, с его высокой волатильностью, так и с многократным повышением процентных ставок. Во-вторых, выглядело странным, когда при решении одной из главных целей – контроля за инфляцией – допускалось использование методов, которые напрямую эту инфляцию усиливают. А именно так происходит при обесценении курса национальной валюты, вызывающей рост цен как импортных товаров, поступающих на рынок, так и всей остальной продукции с использованием импортных компонентов, что в итоге также ведет к повышению их конечной цены. В-третьих, было непонятно, почему при объеме золото-валютных резервов, которые более чем в 2 раза превышают всю рублевую эмиссию в российской экономике (т.е. денежную базу) и дают возможность регуляторам установить абсолютно любой уровень валютного курса, который целесообразен для экономической стабильности (последнее, напомним, также является одной из декларируемых целей), тем не

менее, допускается наиболее дестабилизирующий вариант развития ситуации, подрывающий доверие к национальной валюте (которое хоть как-то удалось достичь после дефолта 1998 г.). Тогда как можно было просто напомнить рынку о возможностях регуляторов радикально перенаправить его развитие в нужное для экономики русло (неограниченные действия спекулянтов, или паническое бегство от рубля в валюту вряд ли можно считать нормальным и желательным развитием рынка, не требующим вмешательства регуляторов). При этом даже в странах, являющих собой пример «свободного рынка», таких, например, как США, в последний кризис конца 2007-2011 гг. вводились ограничения в том числе на спекулятивные «короткие» механизмы – основу спекулятивных операций финансового рынка, использование которых для целого ряда ведущих участников было вообще на время запрещено в целях стабилизации. Наконец, в-четвертых, и рынок, все его участники, наверное, упустили из своего внимания то обстоятельство, что обеспечение стабильности валютного курса – это то, что предписывается Центральному банку Конституцией РФ. В ст. 75 п.2 Конституции РФ говорится, что «защита и обеспечение устойчивости рубля – основная функция Центрального банка Российской Федерации».

В результате, общий характер разнонаправленных действий лишь усилил нестабильность в экономике, ставя под угрозу выполнения еще одну давно декларируемую и объективно необходимую цель – экономический рост.

Действительно, повышение ключевой ставки вызвало рост ставок для эко-

номики (график 2). Как признает сам ЦБ РФ, это связано «как с повышением ключевой ставки Банка России, так и со снижением доступности и удорожанием внешних заимствований...»(1) Вызывает по меньшей мере недоумение, что ужесточение внешней среды сопровождается не смягчением, а ужесточением (!) внутренних подходов регуляторов.

При этом по крайней мере за последние годы рост ставок всегда сопровождался замедлением экономического роста, и наоборот, при их снижении отмечался экономический рост (естественно, при всей множественности факторов, влияющих на рост экономики) (график 3).

Рост ставок тормозит кредитование и, как следствие, замедляет экономический рост в целом. Волатильность курса дала толчок проявлению признаков не столь отдаленного прошлого – начала 1990х годов, когда повсеместно отмечалось бегство от рубля в доллары, а цены выражались в пресловутых «У.Е.»... (Будем надеяться, что до бартера, неплатежей и квази-денег – еще одной особенности того же периода, отражающего почти десятикратное сжатие денежной массы в реальном исчислении, - дело все-таки не дойдет). Но если в 90-е годы указанные явления в валютной сфере были связаны с отходом от планового хозяйства и формированием рыночной экономики в России, то сейчас эта системная нестабильность имеет гораздо более субъективные причины. Они связаны, в первую очередь, с неясностью ожиданий участников рынка относительно характера мер, которые должны и будут применяться регуляторами, а также,

вследствие неясности ответа на первый вопрос, с общей нервозностью царящих на рынке настроений. Естественно, в такой высокочувствительной и тонкой сфере, как валютная, это тут же проявляется в желании застраховаться и перевести имеющиеся рублевые активы в валюту, что еще больше толкает курс рубля вниз.

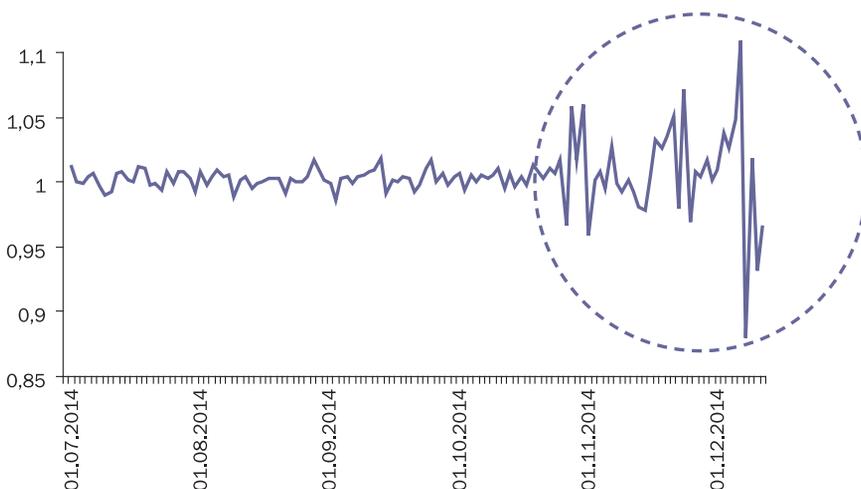
Аргумент о том, что снижение курса рубля было вызвано сокращением цены на нефть, лишь на малую долю объясняет падение курса: в странах, где зависимость от нефтяного экспорта даже выше, чем у нас, курс их валют к доллару обесценился на меньшую величину, чем рубль.

Другими словами, вновь начинают серьезно расшатываться основы стабильности валютно-финансовой сферы. А это, напомним, - залог стабильности всей экономики. Очевидно, что в результате также усилятся риски экономического спада. По мнению экспертов ООН и Fitch, «высокая стоимость капитала будет сдерживать частное капиталовложение»(2), а повышение ключевой ставки Банка России ускорит начало рецессии(3). Согласно декабрьскому прогнозу Moody's, в 2015 году российский ВВП может сократиться на 5,5%, в 2016 году – на 3%(4).

Падение курса национальной валюты – это не только экономический, но и важный социальный фактор. Уже сейчас почти 60% респондентов считают, что их затронуло падение курса рубля (для сравнения, экономический кризис в целом назвали 42% респондентов, а санкции - менее 20%)(5).

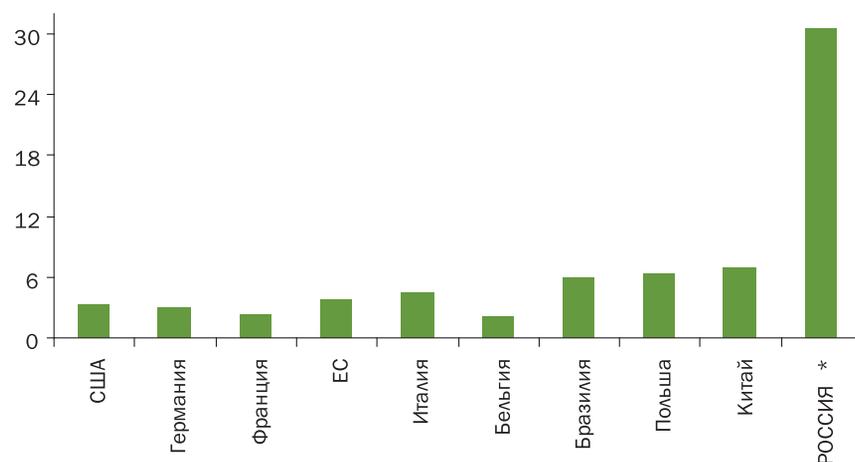
Ситуация, очевидно, выглядит спекулятивной, нынешний курс рубля не соответствует его объективным экономическим показателям. По справедливым оценкам Президента России Владимира Путина, события на валютном рынке «не связаны с фундаментальными экономическими причинами и факторами»(6). Еще до масштабного снижения курса рубля, по оценкам ОЭСР, рубль был недооценен на 30%, а сейчас, естественно, на еще большую величину. Действительно, в условиях

[График 1] Индекс номинального курса рубля к доллару США (к предыдущему дню)



Источник: по данным ЦБ РФ.

[График 2] Ставка по кредитам реальному сектору (%)



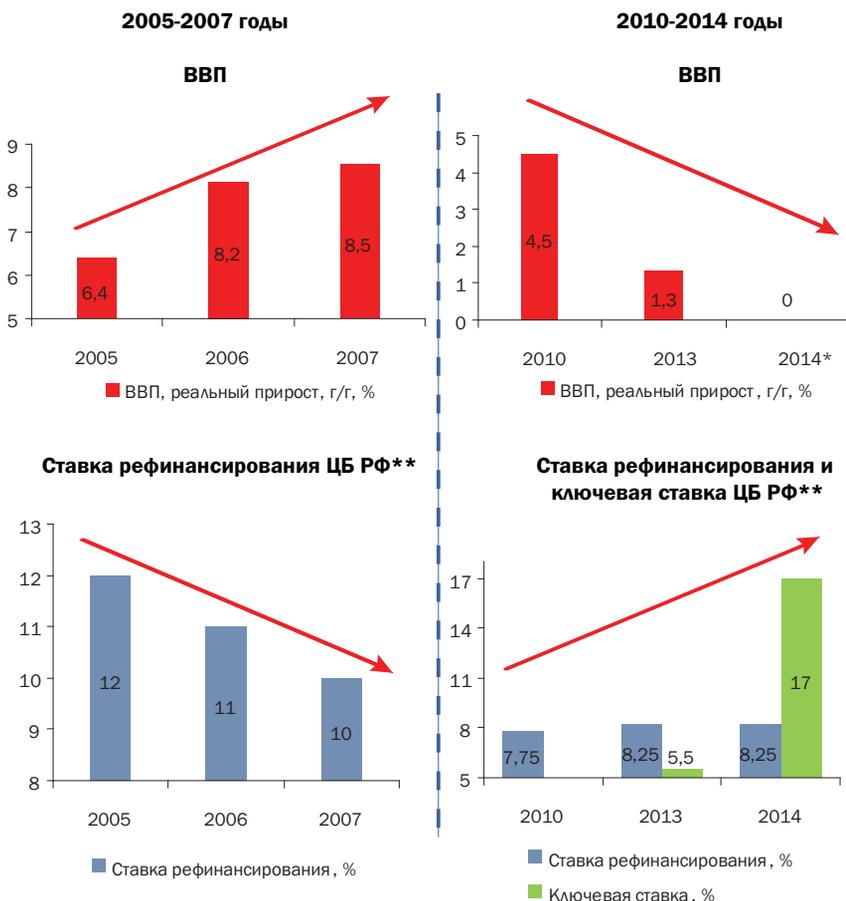
*в качестве показателя, отражающего базовую цену для реальной экономики, взята ставка MIACR по рублевым МБК сроком от 8 до 30 дней (22.12.2014). На практике, представляется, конечная итоговая цена будет, вероятно, выше.

Источники: ЦБ РФ, национальная статистика.

валютной нервозности участники рынка предпочитают продавать свободные рубли на валютном рынке, что ведет к падению курса рубля. Более дешевый рубль снижает валютную стоимость внутренних российских активов и повышает «эффективность» вхождения нерезидентов в российскую экономику и их вхождения в денежную систему в целом. В условиях сохраняющегося избытка глобальной ликвидности, которая по-прежнему ищет сферы своего применения после масштабной накач-

ки западных экономик финансовыми ресурсами, эта проблема приобретает стратегический характер. В целом, также растут издержки по обслуживанию внешнего долга и внешних кредитов. Как и после дефолта 1998 года, вновь стала актуальной проблема залогового обеспечения взятых кредитов (margin calls).

При этом, представляется, что регулятор вполне располагает необходимыми инструментами для того, чтобы поставить ситуацию под контроль.

[График 3] Рост российской экономики и ставка рефинансирования ЦБ РФ

*прогноз ЦБ РФ (декабрь 2014).

** на конец года.

Источники: Росстат, ЦБ РФ.

Необходимые шаги

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

Эти меры должны трактовать рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными (по опыту других стран, в частности, Швейцарии, Японии) и должны предполагать использование более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями – норм резервирования, достаточности капитала и др. (а не так, как это было у нас до недавнего времени, когда норма

резервирования по валюте была более льготной, чем по рублям, что, естественно, делало работу с валютой более выгодной относительно рублей). Должны использоваться налоговые стимулы, а также иные механизмы, предотвращающие нецелевой переток средств, дестабилизирующий рынок (в том числе, посредством использования спецсчетов, валютных позиций и иных рычагов).

В целях повышения доверия к рублю Центральному Банку следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми он располагает. Повторим еще раз то обстоятельство, что превышение уровня золотовалютных резервов над уровнем всей рублевой эмиссии (денежной базы) позволяет регулятору все рубли в экономике стерилизовать, а валютный курс установить таким, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой. Естественно, при необходимости обеспечив необходимый уровень стабильности. Причем, для этого может и не потребоваться грубого вмешательства на рынок. Всего лишь необходимо четко довести видение и понимание регуляторов относительно характера развития до участников рынка, призывая их работать в соответствии с ожиданиями регулятора, не играть против него, а содействовать совместно с ним формированию стабильного финансового и валютного рынка.

От обеспечения валютной стабильности зависит устойчивость финансовой системы и экономики в целом. Эти вопросы в их взаимосвязи являются национальными приоритетами развития. В нынешних условиях их решение крайне необходимо для устойчивого и долгосрочного экономического развития России.

Сноски:

- (1) «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов», проект. ЦБ РФ. Сентябрь 2014 г.
- (2) <http://itar-tass.com/ekonomika/1638793>
- (3) http://www.vestifinance.ru/articles/50746?utm_source=qip&utm_medium=news.qip&utm_campaign=news
- (4) Коммерсант. Прогнозы накрывает декабрьской волной. 24.12.2014.
- (5) РБК. Кризис важнее Донбасса. 23.12.2014.
- (6) <http://top.rbc.ru/finances/10/11/2014/546069becbb20f41bbe9881c>