

**Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования  
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Киуцевская А.М., Моргунов В.И., Трунин П.В.**

**Особенности курсовой политики  
в рамках режима плавающего валютного курса  
в развивающихся странах**

**Москва 2017**

**Аннотация.** Исследование особенностей и специфики формирования обменных курсов национальных валют развивающихся стран в рамках плавающих режимов курсообразования позволяет определить объективные предпосылки, лежащие в основе отказа монетарных властей от поддержания фиксированных обменных курсов, а также условия, требующие не только регулирования объемов спроса/предложения на внутреннем валютном рынке, но и проведения валютных интервенций.

Как показывают результаты исследования, де-факто подавляющее большинство центральных банков развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, не только проводят операции валютного рефинансирования, но и осуществляют куплю/продажу иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Полученные выводы свидетельствуют, что отличительная особенность реализуемой ими курсовой политики заключается в отсутствии какой-либо цели по уровню или траектории изменения обменного курса. Однако существенное значение для понимания допустимой степени участия монетарных властей, таргетирующих инфляцию, в процессе курсообразования имеют методологические аспекты классификации де-факто реализуемой курсовой политики, изменение которых произошло только в 2009 г.

**Abstract.** Study of features and specifics of formation of exchange rates in the developing countries within the floating regimes allow us to determine the objective backgrounds of monetary authorities' failure to support fixed exchange rate and the conditions requiring not only to manage the demand/supply on the internal currency market but to conduct foreign interventions too.

As results of investigation show, de-facto the most of inflation targeting central banks of developing countries conduct operations of currency refinancing and realize operations on foreign currency market. The results indicate that the distinctive feature of exchange rate policy implemented by them is the absence of any objective in the level or change the trajectory of the exchange rate. Essential for understanding the permissible degree of participation of the monetary authorities, are targeted inflation rate formation in the process have the methodological aspects of the classification of de facto implemented exchange rate policy, which have been modified only in 2009.

Киуцевская А.М. старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Моргунов В.И. ведущий научный сотрудник лаборатория макроэкономических исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Трунин П.В. ведущий научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2016 год.

## Определения, обозначения и сокращения

В настоящей работе применяются следующие обозначения:

ДКП – денежно-кредитная политика;

ВВП – валовой внутренний продукт;

МВФ – Международный валютный фонд;

ФРС США – Федеральная резервная система Соединенных штатов Америки;

ЕЦБ – Европейский центральный банк;

ЕС – Европейский союз;

ВТО – Всемирная торговая организация;

ЦБТР – Центральный банк Турецкой Республики;

ЮАР – Южно-африканская Республика.

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	5
1 Теоретические основы реализации курсовой политики .....	7
1.1 Курсовая политика в системе государственного регулирования экономики.....	7
1.2 Классификации режимов курсовой политики .....	14
1.3 Объективные предпосылки выбора режима курсовой политики.....	17
1.4 Особенности реализации курсовой политики в развивающихся странах	18
2 Практические подходы и особенности реализации курсовой политики в рамках плавающего валютного курса в развивающихся странах.....	23
2.1 Эволюция курсовой политики в развивающихся странах.....	23
2.1.1 Особенности курсовой политики в Мексике.....	23
2.1.2 Особенности курсовой политики в Чили.....	32
2.1.3 Особенности курсовой политики в Польше .....	41
2.1.4 Плавающие валютные курсы в развивающихся странах .....	48
2.2 Макроэкономические условия и последствия перехода к плавающим валютным курсам.....	64
3 Трансформация курсовой политики Банка России.....	73
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	81
Приложение 1.....	83
Приложение 2.....	85
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ .....	86

## Введение

Масштабное изменение внешнеэкономической конъюнктуры в период кризиса и посткризисного восстановления в России, вызвавшее не только сокращение поступлений по счету текущих операций, но и чистый отток капитала, потребовало модификации принципов реализации курсовой политики Банком России. В ноябре 2014 г. Банк России отказался от проведения валютных интервенций, сохранив за собой право их возобновления в случае возникновения рисков для финансовой стабильности.

Изменение тактики курсовой политики сопровождалось существенным ростом курсовой волатильности, масштабным оттоком капитала и обесценением национальной валюты. Решение о возобновлении валютных интервенций Банком России было принято уже в мае 2015 г. Однако цель их проведения при повышении цен на нефть и возобновлении укрепления российского рубля была связана не с рисками финансовой дестабилизации, а с необходимостью пополнения валютных резервов. Подобная политика продолжалась на протяжении двух месяцев, а уже в середине июля вслед за изменением ситуации на мировом сырьевом рынке операции по приобретению иностранной валюты Банком России были прекращены [1]. Таким образом, с ноября 2014 г. обменный курс российского рубля формируется преимущественно под влиянием рыночных факторов. Более того, даже в мае-июне 2015 г., когда регулятор осуществлял операции по приобретению иностранной валюты, их объемы (100-200 млн. долл. США ежедневно) не оказали значимого воздействия на уровень обменного курса, наиболее значимым, хотя и весьма краткосрочным оказалось действие информационного канала.

Реализуемый в настоящее время Банком России механизм курсообразования, следуя методологии МВФ, может трактоваться как свободное плавание. Однако, как свидетельствует мировой опыт, в современных условиях данный режим курсообразования применяется лишь в трех развивающихся странах (Чили, Мексике, Польше), тогда как наиболее часто центральные банки развивающихся стран придерживаются плавающего валютного курса, допускающего их участие в процессе курсообразования. При этом отметим, что практика реализации курсовой политики претерпела существенные изменения не только в России, но и в других развивающихся странах, придерживающихся гибких механизмов курсообразования. Во многих случаях центральные банки были вынуждены объявить о возобновлении

или увеличении масштабов валютных интервенций, внедрении специализированных операций по предоставлению финансовым организациям валютной ликвидности.

Актуальным в этой связи представляется, во-первых, выявление особенностей реализации курсовой политики в рамках плавающего валютного курса в развивающихся странах, во-вторых, определение предпосылок и ограничений, связанных с переходом к свободно плавающему валютному курсу, а в-третьих, определение условий, вынуждающих центральные банки, таргетирующие инфляцию, проводить валютные интервенции.

В этой связи основная цель исследования заключается в определении особенностей реализации курсовой политики в рамках плавающего валютного курса центральными банками развивающихся стран. Для ее достижения в рамках исследования были обобщены существующие методы классификации режимов курсовой политики, определены критерии, характеризующие различные режимы курсообразования, на основании которых сформулированы различия между режимами плавающего и свободно плавающего валютного курса, определены макроэкономические условия, обусловившие необходимость отказа монетарных властей от проведения валютных интервенций, а также последствия изменения курсовой политики. Существенное внимание уделено исследованию курсовой волатильности в развивающихся странах, придерживающихся плавающих режимов курсообразования, последствиям отказа монетарных властей от участия в процессе курсообразования, а также реформам, осуществленным монетарными властями в целях развития финансового рынка и адаптации экономических агентов к изменению курсовой политики.

# 1 Теоретические основы реализации курсовой политики

## 1.1 Курсовая политика в системе государственного регулирования экономики

Курсовая политика занимает важное место в экономической политике стран с открытой экономикой. Денежные и фискальные власти стран, связанных с внешним миром движением товаров, услуг и капитала, очень заинтересованы в разработке и реализации краткосрочных и среднесрочных мер экономической политики, направленных на поддержание занятости, поощрение деловой активности и контроль над инфляцией. Имея в виду условия короткого периода, важный вклад в понимание политики валютного курса внесли работы Роберта Манделла [1], [2], [3] и Маркуса Флеминга [4].

Модель Манделла-Флеминга является приложением известной модели IS-LM к открытой экономике. В простом варианте такой модели рассматривается экономика, в которой есть только два вида активов: деньги, не приносящие процента, а также внутренние и внешние облигации, приносящие процент [5].

### *А. Фиксированный курс, малая экономика, совершенная мобильность капитала*

Пусть домашние и иностранные облигации являются совершенными субститутами в глазах инвесторов, поэтому они одинаково привлекательны для экономических субъектов. Доходности облигаций будут равны друг другу, а корректировка портфелей активов к изменившимся условиям происходит немедленно (мгновенно). Сочетание совершенной взаимозаменяемости активов и немедленной приспособляемости портфелей активов называют *совершенной мобильностью капитала*.

Учитывая, что экономика мала и не может влиять на экономические условия остального мира, на процентную ставку и выпуск продукции в нем, точка  $E_0$ , как это показано на рисунке 1, характеризует первоначальное равновесие экономики. В условиях совершенной мобильности капитала при фиксированном курсе предложение денег определяется эндогенно (центральный банк совершает интервенции на валютном рынке, чтобы поддержать валютный курс).

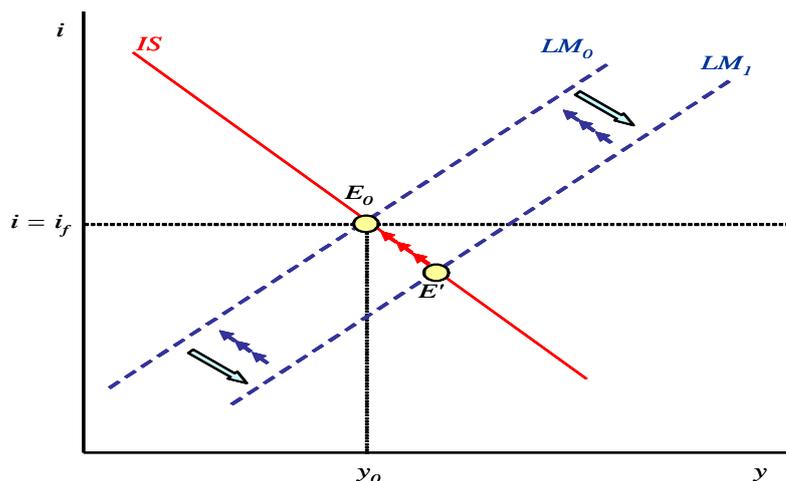


Рисунок 1 – Проведение ДКП (малая экономика, фиксированный валютный курс, совершенная мобильность капитала)

Источник: Marrewijk, C. van , in coop. with Ottens, D., Schueller, S., International Economics, - OUP, Oxford, 2007.

При проведении стимулирующей ДКП и увеличении внутреннего кредита, кривая LM сдвигается из положения  $LM_0$  вправо в положение  $LM_1$ , но воздействие ДКП полностью нивелируется из-за оттока капитала, понижающего давления на курс национальной валюты, на который монетарные власти реагируют валютными интервенциями. В этих условиях ДКП полностью неэффективна.

Стимулирующая фискальная политика имеет другой результат (рисунок 2). Увеличение государственных расходов сдвигает кривую IS вправо, оказывая повышательное давление на внутреннюю процентную ставку. Однако новая точка равновесия не может находиться выше горизонтальной линии  $i = i_f$ , так как это означало бы, что внутренняя процентная ставка ( $i$ ) выше процентной ставки остального мира ( $i_f$ ), а соответственно происходит приток капитала в страну, денежное предложение увеличивается, кривая LM сдвигается вправо. Новое равновесие будет характеризоваться той же процентной ставкой и увеличившимся объемом выпуска. Это произойдет не только из-за стимулирующей фискальной политики, но и из-за аккомодационной (приспосабливающейся) ДКП.

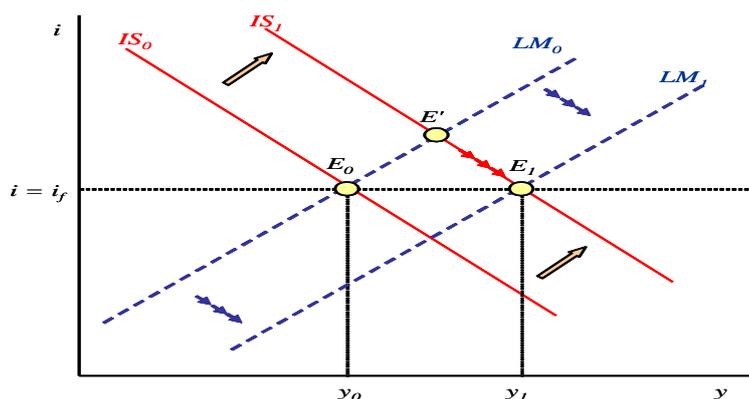


Рисунок 2 – Последствия фискальной политики (малая экономика, фиксированный валютный курс, совершенная мобильность капитала)

Источник: Marrewijk, C. van , in coop. with Ottens, D., Schueller, S., International Economics, - OUP, Oxford, 2007.

Первый вывод из модели Манделла-Флеминга состоит в том, что в малой экономике с фиксированным валютным курсом и совершенной мобильностью капитала налогово-бюджетная политика<sup>1</sup> эффективна, а ДКП полностью неэффективна.

*Б. Несовершенная взаимозаменяемость активов, фиксированный курс, малая экономика.*

В случае если домашние и иностранные активы являются несовершенными субститутами друг друга, при заданных иностранных процентной ставке и выпуске домашняя процентная ставка определяется условием равновесия на внутреннем рынке облигаций, а доходность внутренних облигаций определяется эндогенно. В этих условиях равновесие на домашнем рынке облигаций определяется равновесием на денежном рынке и равновесием на рынке облигаций. Принимая во внимание фиксированный валютный курс, который делает процесс денежного предложения эндогенным, финансовое равновесие определяет следующие переменные: запас денег<sup>2</sup> и, при заданном внутреннем кредите  $D$ , запас международных резервов  $R$ , и ставку доходности домашних облигаций.

<sup>1</sup> Следует заметить, что в этой абстрактной модели фискальная политика отождествляется с объемом государственных расходов.

<sup>2</sup> На этом уровне абстракции не различают деньги и денежную базу или предполагают равным единице денежный мультипликатор.

Как следствие при расширении внутреннего кредита, когда центральный банк покупает внутренние долговые обязательства и создает деньги ( $-dK = dD > 0$ ), сокращение запаса облигаций, принадлежащих частному сектору, создает избыточный спрос на них и понижает домашнюю процентную ставку. Степень этого понижения зависит от степени взаимозаменяемости активов (домашних и зарубежных). Если домашние и зарубежные ценные бумаги являются почти совершенными субститутами, уровень домашней процентной ставки остается очень близко к иностранной процентной ставке. Если эти активы являются плохими субститутами, должно произойти значительное изменение домашней процентной ставки для того, чтобы обеспечить сдвиг в композиции портфеля активов.

Если домашние и иностранные ценные бумаги являются совершенными субститутами, расширение внутреннего кредита будет полностью компенсировано сокращением международных резервных активов ( $dK = -dD$ ). В противном случае – расширение внутреннего кредита приведет к падению внутренней процентной ставки, росту спроса на деньги, однако расширение внутреннего кредита полностью не компенсируется сокращением международных резервов ( $dR/dD < 1$ ). При этом, отметим, что сокращение внутренней процентной ставки тем больше, чем ниже степень взаимозаменяемости активов. На рисунке 3 наклон кривой  $KK$  определяется степенью взаимозаменяемости активов (при совершенной взаимозаменяемости линия  $KK$  была бы горизонтальной).

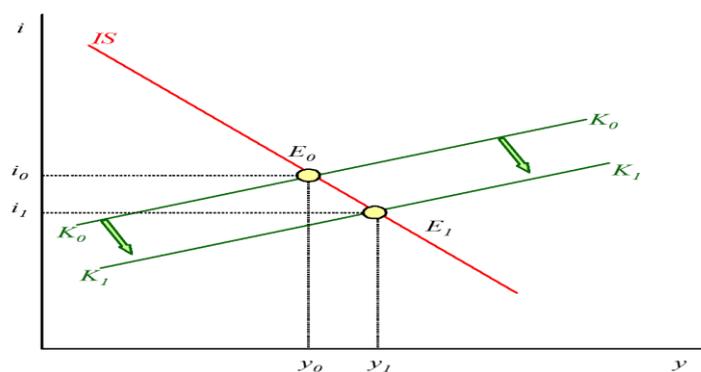


Рисунок 3 – Воздействие денежного расширения (фиксированный курс, несовершенная взаимозаменяемость активов)

Источник: Marrewijk, C. van, in coop. with Ottens, D., Schueller, S., International Economics, - OUP, Oxford, 2007.

Расширение внутреннего кредита сдвигает кривую  $KK$  вниз из  $KK_0$  в  $KK_1$ . Величина сдвига вниз зависит от степени взаимозаменяемости активов (или коэффициента  $dR/dD$ ). При несовершенной взаимозаменяемости активов внутренняя процентная ставка падает и выпуск продукции увеличивается до нового равновесия  $E_1$ .

*В. Гибкий валютный курс, малая экономика, совершенная мобильность капитала*

Поскольку модель Манделла-Флеминга предполагает, что домашние и зарубежные цены фиксированы в коротком периоде, предположение о гибкости номинального валютного курса означает, что реальный курс валюты может изменяться ( $SP/P$ , где  $S$  – номинальный курс в прямой котировке). Поскольку реальный курс валюты играет важную роль в этом варианте модели, мы не нормализуем уровни домашних и зарубежных цен к единице, и в уравнениях ниже появляются логарифмы уровней цен  $p$  и  $p_f$ . Кроме того, в данном рассмотрении ожидания экономических субъектов относительно валютного курса статичны, поэтому при международной интеграции рынка капитала номинальные процентные ставки одинаковы во всем мире.

В этих условиях денежная экспансия сдвигает кривую  $LM$  вправо из положения  $LM_0$  в  $LM_1$ , так как при фиксированных ценах увеличение номинальных денежных остатков означает также увеличение реальных денежных остатков. Это влечет за собой падение процентной ставки и увеличение выпуска. Если бы отсутствовала мобильность капитала, новое равновесие сместилось бы из точки  $E_0$  в точку  $E'$ , где товарный и денежные рынки в равновесии, а текущий счет платежного баланса сокращается. Однако в условиях мобильности капитала следует, что точка  $E'$  не может быть равновесием, так как домашняя процентная ставка в этом случае ниже зарубежной. Отток капитала, обесценение национальной валюты приводит к снижению цен на домашние товары относительно цен остального мира, стимулирует увеличение экспорта и выпуска, что, в конечном счете, приводит к выравниванию внутренней и международной процентных ставок (точка  $E_1$ ). Таким образом, ДКП эффективна: денежная экспансия приводит к увеличению выпуска, ослабление национальной валюты улучшает текущий счет платежного баланса (рисунок 4).

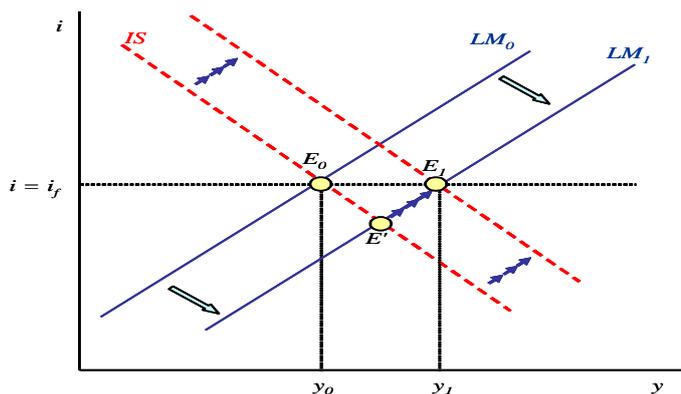


Рисунок 4 – Денежная экспансия, гибкий обменный курс, малая экономика, совершенная мобильность капитала.

Источник: Marrewijk, C. van, in coop. with Ottens, D., Schueller, S., International Economics, - OUP, Oxford, 2007.

В случае фискального расширения увеличивается спрос, кривая IS смещается вверх. В отсутствие мобильности капитала новое равновесие также сдвинулось бы вверх, т.е. и выпуск, и процентная ставка увеличились бы. Однако в условиях мобильности капитала превышение внутренней процентной ставки над международной ставкой ведет к притоку капитала и укреплению национальной валюты (снижению кривой IS). Укрепление валюты, смещая спрос на домашние товары в пользу зарубежных, продолжается до тех пор, пока ухудшение текущего счета полностью не компенсирует первоначальное расширение спроса. Таким образом, укрепление валюты ведет к полному *вытеснению* добавившегося спроса.

Таким образом, в малой экономике с гибким валютным курсом и совершенной мобильностью капитала ДКП эффективна, а бюджетная – неэффективна<sup>3</sup>.

В большой экономике и несовершенной взаимозаменяемостью активов фискальная политика перестает быть полностью неэффективной, поскольку фискальное расширение в стране ведет к снижению международной процентной ставки, к увеличению дохода дома. Дополнительный спрос вытесняется не полностью. Денежная экспансия в большой стране ведет к снижению мировой

<sup>3</sup> Напоминаем, в этой простой модели речь идет об общей макроэкономической стабилизации экономики, а под налогово-бюджетной (фискальной) политикой понимается уровень государственных расходов.

процентной ставки и к ослаблению национальной валюты, повышению внутреннего и снижению мирового дохода [5].

Подход Манделла-Флеминга к анализу международных аспектов ДКП породил большую дискуссию в экономической литературе. В частности, он привел к формулированию «невозможной троицы», ставшей краеугольным камнем многих исследований относительно выбора режима валютного курса [6], [7].

Так, Лахири, Синг и Вег рассмотрели положение теории открытых экономик, которое гласит, что в мире негибких цен и совершенной мобильности капитала выбор оптимального режима валютного курса зависит от типа шоков, поражающих экономику [8]. Если шоки преимущественно реальные (т.е. шоки производительности или шоки условий торговли), то плавающий валютный курс оптимален. Если шоки в основном монетарные (шоки ДКП), то оптимален фиксированный валютный курс. Авторы утверждают, что отнюдь не очевидно, почему такая парадигма должна считаться наиболее подходящей для выбора режима валютного курса. Трения (frictions), характеризующие рынок активов, могут быть настолько же распространенными, как и трения рынка товаров. Это особенно касается развивающихся стран. Авторы с помощью модели с гибкими ценами и трениями рынка активов показывают, что гибкие курсы оптимальны при монетарных шоках, в то время как фиксированные валютные курсы оптимальны при реальных шоках.

Не излагая здесь модель подробно, приведем некоторые интуитивные доводы в ее пользу. Сегментация рынка активов (рынок активов с трениями) решающим образом влияет на механизм приспособления экономики при фиксированном валютном курсе, затрагивая обмен центральным банком денег на облигации (или обратно). Напротив, при плавающем валютном курсе сегментация рынка активов не воздействует на приспособительный механизм. В результате, экономика приспособляется к монетарным шокам наиболее эффективно при гибких валютных курсах. В случае реальных шоков фиксированный валютный курс предпочтителен, потому что обеспечивает постоянную покупательную способность своей валюты от периода к периоду и дает некоторую диверсификацию риска во времени.

Таким образом, выбор, какой режим валютного курса предпочтителен – плавающий или фиксированный, - зависит не только от типа шока, возмущающего экономику, но и от типа трений в экономике.

## **1.2 Классификации режимов курсовой политики**

Наиболее распространенным подходом является классификация режимов курсовой политики МВФ, основанная на исследовании как официально декларируемых монетарными властями данных (де-юре классификация), так и фактических данных, характеризующих особенности курсообразования. Описание де-юре используемого режима курсообразования основывается на информации национальных органов власти об официально объявляемых/оцениваемых курсовых параметрах (валютный коридор, паритет, веса или другие используемые индикаторы [9]. С 1999 г. классификация режимов валютных курсов МВФ содержит определение де-факто реализуемого режима курсовой политики, что обусловлено как повышением гибкости курсообразования в развивающихся странах после череды валютных кризисов 1990-х гг., так и растущим числом расхождений между практическими и декларируемыми монетарными властями подходами.

Классификация де-факто используемых монетарными властями режимов курсовой политики базируется на оценке степени влияния рыночных факторов и прямого участия монетарных властей в процессе курсообразования. Решение о классификации режима курсовой политики принимается на основе исследования ретроспективных данных о динамике валютного курса и его амплитуде, частоте и объемах валютных интервенций монетарных властей. Крайними случаями являются жестко фиксированный обменный курс, предполагающий отсутствие собственной национальной валюты или законодательное закрепление обязательств поддерживать фиксированный курс национальной валюты, и свободно плавающий курс, рассматривающий валютные интервенции только в качестве экстраординарной меры. Промежуточными режимами курсообразования считается формирование обменного курса в рамках мягкой привязки, т.е. традиционно фиксированный обменный курс, и промежуточные подходы, допускающие различные виды валютных коридоров, устанавливаемых монетарными властями (Приложение 1).

В 2009 г. осуществлена детализация плавающих режимов валютных курсов с выделением в самостоятельные категории управляемого плавающего, плавающего и свободно плавающего валютных курсов, различающихся степенью участия

монетарных властей в процессе курсообразования. Впервые МВФ выделил группу стран, монетарные власти которых не принимают какого-либо участия в процессе курсообразования, отнеся их к категории свободно плавающих и ограничив допустимую частоту проводимых интервенций. В ранее действовавшей классификации «независимо плавающий валютный курс» (independently floating exchange rate) как наиболее гибкий режим курсообразования допускал прямые и косвенные методы воздействия монетарных властей на процесс курсообразования при отсутствии целевого уровня или траектории изменения обменного курса. Только вследствие изменения методологического подхода де-факто используемый монетарными властями Бразилии, Южной Африки и Филиппин режим был отнесен к категории плавающих. В категорию стран, использующих управляемый плавающий валютный курс, в соответствии с методологией МВФ, попадают страны, использующие специфичные методы, не соответствующие критериям ни одного из режимов курсообразования, а также страны, центральные банки которых осуществляют трансформацию курсовой политики, изменяя правила курсообразования.

По данным МВФ, наиболее распространенными остаются фиксированные режимы обменного курса. В 2015 г. их придерживались 122 страны, подавляющее большинство из которых – развивающиеся страны (116 стран). В то же время плавающих режимов обменного курса, согласно классификации МВФ, придерживаются центральные банки только 36 развивающихся стран, в числе которых только 3 страны, где обменный курс национальной валюты формируется в рамках свободно плавающего валютного курса (Чили, Мексика, Польша) (таблица 1).

Таблица 1– Численность стран, придерживающихся различных режимов валютных курсов

	1996	1998	1999	2001	2006	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Фиксированный курс	81	83	101	94	92	102	111	107	119	122	122	124	124	122
в т.ч. развивающиеся страны		66	92	72	85	93	93	99	114	115	115	121	118	116
в т.ч. жестко-фиксированный			36	35	34	23	23	23	23	25	25	25	25	24
в т.ч. развивающиеся страны			32	34	36	23	23	23	23	25	25	25	25	26
Плавающий курс	98	101	84	92	92	83	74	78	67	65	65	64	64	66
в т.ч. развивающиеся страны		88	61	76	67	57	57	50	36	35	36	33	35	36

В т.ч. свободно плавающий**	53	46	57	59	39	35	36	33	30	30	30	30	29	30
В т.ч. развивающиеся страны		36	40	37	14	10	8	5	5	3	4	4	3	3

\* по состоянию на 30 апреля.

\*\* согласно методологии МВФ, обменный курс стран евро зоны с 1 января 2007 г. с учетом динамики и механизма формирований европейской валюты классифицируется как свободно плавающий. Ранее эти страны относились к странам, в которых отсутствует собственная национальная валюта, учитывая отсутствие эмиссионных полномочий у монетарных властей. В этой связи для оценки качественных изменений в реализуемой странами МВФ и, прежде всего, развивающимися, эти страны с 1999 г. учитываются в составе стран со свободно плавающим обменным курсом.

Источник: «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions», International Financial Statistics, International Monetary Fund, 2015

Однако необходимо отметить, что в экономической литературе встречается ряд других подходов, позволяющих классифицировать применяемые де-факто режимы курсовой политики [10], [11], [12], [13], принципиально отличающихся как методологией, так и перечнем стран, и временным интервалом. И если в основе классификации Леви-Яти и Стурзенегер [10] положен кластерный анализ, опирающийся на особенности обменных курсов, формируемых в рамках различных режимов курсообразования (волатильность курса, процентных ставок, резервов), то, например, Рейнхарт и Рогофф [13] использовали динамику не официального, а теневого (параллельного) обменного курса. Как следствие весьма существенно разнятся и полученные авторами выводы. Так, например, Гош, Гулде и Вулф [11] классифицируя курсовую политику, реализуемую монетарными властями 167 стран за период с 1970-1999 гг. на основе исследования динамики официального номинального обменного курса, а в отдельных случаях и особенностей ДКП, приходят к выводу, что доля стран с фиксированным обменным курсом снизилась с 84,8% до 46,6% от общего числа стран-членов МВФ в среднем в 1970-1979 гг. и в 1990-1999 гг. соответственно. В то же время возросла доля стран с промежуточными (с 11% до 26,4%) и плавающими (с 4,3 до 27%) режимами курсообразования. Однако, например, Бубула и Откер Робе [12] приходят к выводу об увеличении в 1990-2011 гг. числа стран, придерживающихся плавающих и фиксированных режимов обменного курса при сокращении числа стран с промежуточными

режимами. Наиболее часто, по мнению авторов, промежуточные режимы обменного курса в 1990-2001 гг. применялись в закрытых экономиках.

Таким образом, методологические аспекты являются ключевыми элементами в понимании классификации и особенностей де-факто реализуемой курсовой политики. Существенно отличаются не только используемые критерии, но и допустимая степень участия монетарных властей в процессе курсообразования. В основу данного исследования положена классификация режимов курсовой политики МВФ, ключевое преимущество которой заключается в наличии регулярно пополняемых и методологически сопоставимых данных за 1985-2015 гг.

### **1.3 Объективные предпосылки выбора режима курсовой политики**

В начале текущего века гипотеза о том, что устойчивыми являются только режим твердой фиксации валютного курса или режим свободного плавающего курса стала терять популярность среди экономистов [14]. Дж. Франкель [15] называет пять преимуществ фиксированных валютных курсов: предоставляют номинальный якорь ДКП, способствуют внешней торговле и инвестициям, предотвращают понижение валютного курса в целях конкурентоспособности, помогают избежать спекулятивных пузырей. К числу преимуществ плавающего валютного курса автор относит: независимость национальной ДКП, автоматическую корректировку валютного курса в ответ на шоки торговли, сохранение возможности получения сеньоража и возможностей кредитора последней инстанции, предотвращение спекулятивных атак.

Дж. Франкель [15] выделяет девять критериев, говорящих в пользу относительно твердо фиксированного валютного курса:

1. Малые размеры и высокая открытость экономики, измеряемая, например, отношением объема торгуемых товаров к ВВП.
2. Существование крупного торгового партнера, обладающего международно-признанной валютой, торговля и обмен инвестициями с которым велики и, как ожидается, будут велики в будущем.
3. Высокая корреляция между циклическими колебаниями в национальной экономике и экономике страны, к валюте которой рассматривается

привязка своей валюты, обеспечивающая совпадение направленности ДКП двух стран.

4. Мобильность рабочей силы, позволяющая сгладить последствия несимметричных шоков;

5. Контрциклические фискальные трансферты, смягчающие последствия, смягчающие падение последствия падения экономической активности в одном из государств (штатов), входящих в денежный союз.

6. Контрциклические денежные переводы в т.ч мигрантов, образующие во многих развивающихся странах значимую долю поступлений иностранной валюты.

7. Политическая готовность отказаться от части суверенитета в ДКП.

8. Фиксированные валютные курсы лучше подходят странам с низкими уровнями финансового развития. В таких странах издержки финансовых шоков перевешивают преимущества введения гибкого валютного курса [16].

9. Фиксированные валютные курсы лучше работают в случае реализации шоков внутреннего спроса (особенно шоков ДКП), плавающие курсы – шоков предложения или реальных шоков (особенно шоков внешней торговли).

Выводы Лахири, Синг и Вег [8] позволяют расширить список, добавив:

10. Характер трений в экономике (несовершенств рынков). Отсутствие сегментации рынка активов, или незначительность трений рынка активов в сравнении с силой трений рынка товаров.

#### **1.4 Особенности реализации курсовой политики в развивающихся странах**

Во многих развивающихся странах волатильность курса «плавающей валюты» заметно ниже волатильности курсов таких свободно плавающих валют, как доллар США или японская йена. Учитывая большую подверженность развивающихся стран различным шокам, в т.ч. шокам условий торговли, меньшая волатильность обменного курса является результатом целенаправленной курсовой политики монетарных властей. Сопровождается такая политика высокой волатильностью международных валютных резервов. Волатильность процентных ставок, номинальных и реальных, в странах, показывающих «боязнь плавания»,

значительно выше, чем в странах с действительно плавающими валютами [17]. В целях стабилизации валютного курса центральные банки используют не только интервенции на валютном рынке, но и процентную политику.

Выделяются различные причины «боязни плавания»: высокая долларизация обязательств экономических агентов в развивающихся странах, высокие коэффициенты переноса валютного курса в цены, негативные последствия курсовой волатильности в т.ч. угрозы финансовой нестабильности.

После мирового кризиса 2008-2009 годов взгляды экономистов на проблему выбора подходящего режима курсовой политики существенно изменились. Утратил популярность биполярный взгляд.

В работах [18], [14] исследуется использование механизмов процентной политики и стерилизованных валютных интервенций в развивающихся странах, преследующих цель низкой инфляции и стремящихся избежать значительных отклонений обменного курса от среднесрочного равновесного курса.

Большие отклонения реального валютного курса от среднесрочного равновесного значения приводят к значительным издержкам, вынуждая центральные банки следить не только за инфляцией, но и за валютным курсом. Остри, Гош и Чамон [18] акцентируют внимание на преимуществах ясной подачи монетарными властями сигнала о том, что процентная ставка будет задействована для обеспечения главенства цели по инфляции. В случае временного укрепления валютного курса выше среднесрочного равновесного значения вследствие внезапного притока капитала оптимальным является осуществление валютных интервенций даже в рамках таргетирования инфляции. Кроме того интервенции могут уменьшить стимулы для спекуляции валютными активами (carry trade) и для других краткосрочных потоков капитала. Однако такие интервенции должны применяться симметрично (и для покупки, и для продажи валютных резервов).

Реагирование политики на отклонения валютного курса от среднесрочного равновесного уровня может приводить к лучшим экономическим результатам, чем игнорирование таких отклонений [19]. В этой связи монетарные власти развивающихся стран зачастую преследуют две цели: инфляция и валютный курс, в т.ч. включая валютные курсы (иногда неявно) в правила процентной политики [20], [7].

Для оценки реакции монетарных властей, таргетирующих инфляцию, Остри, Гош и Чамон оценили для 15 развивающихся стран за период с 2000 года или года введения режима таргетирования инфляции до конца 2012 года коэффициенты правила процентной политики [14]:

$$i_{j,t} - \pi_{j,t}^* = \beta_0 + \beta_1(i_{j,t-1} - \pi_{j,t-1}^*) + \beta_2(\pi_{j,t+4}^e - \pi_{j,t}^*) - \beta_3 \Delta \log(REER_{j,t}) + \beta_4 YGAP_{j,t-1} + \sum_j D_j + \sum_t D_t + \varepsilon_{j,t}, \quad (1)$$

где  $i_{j,t}$  – это таргетируемая процентная ставка. Объясняющие переменные: лаговая зависимая переменная – разность между ожидаемой инфляцией  $\pi^e$  и целевой инфляцией  $\pi^*$ , лаговый разрыв выпуска  $YGAP_{t-1}$  (полученный фильтром Ходрика-Прескота), а также страновой и временной фиксированные эффекты. Результаты для трех вариантов<sup>4</sup> правила Тейлора представлены в таблице 2.

Таблица 2 – Правила Тейлора для развивающихся стран, таргетирующих инфляцию: панельная регрессия.

	Зависимая переменная: процентная ставка политики - инфляционная цель		
	(1)	(2)	(3)
(Процентная ставка политики – инфляционная цель) с лагом		0,809*** [0,025]	0,841*** [0,025]
Ожидаемая инфляция - целевая инфляция	1,362*** [0,251]	0,484*** [0,071]	0,478*** [0,063]
Изменение REER			-0,041** [0,015]
Разрыв выпуска с лагом			0,088** [0,036]
Страновые фиксированные эффекты	да	да	да
Временные фиксированные эффекты	да	да	да
Число наблюдений	654	640	640
R <sup>2</sup>	0,357	0,941	0,945
Число стран	15	15	15

<sup>4</sup> В первом случае (1) оценивалось процентное правило, когда в объясняющие переменные включено только отклонение ожидаемой инфляции от цели по инфляции, во втором (2) - в правило политики добавляется лаговая зависимая переменная, но в уравнении реакции процентной ставки сохраняется положительный коэффициент при переменной «отклонение ожидаемой инфляции от цели», в последнем случае (3) - добавлены лаговый разрыв выпуска и реальный валютный курс, а полученный коэффициент у разрыва выпуска говорит о том, что реальная процентная ставка повышается на 0,1 п.п., когда фактический выпуск превышает потенциальный выпуск на 1 п.п. (на 0,3 п.п., если однопроцентный разрыв выпуска длится четыре квартала) [14].

\*, \*\* и \*\*\* обозначают статистическую значимость на уровнях 10, 5 и 1 процент, реальный курс REER определен так, что увеличение означает укрепление валюты.

В квадратных скобках помещены стандартные ошибки коэффициентов.

Источник: Ostry J.D., Ghosh A., and Chamon M., "Two Targets, Two Instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 60, 2016. pp. 172–196

На основании полученных оценок авторы [14] делают вывод, что таргетирующие инфляцию центральные банки развивающихся стран проводят свою процентную политику, реагируя не только на отклонение фактической инфляции относительно целевых параметров, а фактического выпуска от потенциального, но и на движение реального валютного курса в большей степени, чем это необходимо для достижения целевого уровня инфляции.

«Боязнь плавания» выражается в проведении монетарными властями валютных интервенций. Степень их участия в процессе курсообразования может быть оценена как отношение среднеквадратического отклонения валютных резервов к сумме среднеквадратических отклонений валютных резервов и реального валютного курса:

$$\frac{\sigma_{\Delta\text{Reserves}}}{(\sigma_{\Delta\text{Reserves}} + \sigma_{\Delta\text{REER}})} \quad (2)$$

Этот показатель может изменяться от нуля (чистое плавание) до единицы (все шоки, воздействующие на REER, сглаживаются полностью). В таргетирующих инфляцию развивающихся странах этот показатель равен 0,61, в странах, официально не внедривших инфляционное таргетирование (10 стран), – 0,76, причем различие не является статистически значимым на 10% уровне [14]. Как показывают авторы, укрепление валюты на 10% в странах, таргетирующих инфляцию, ассоциируется с ростом валютных резервов на 2,4%, в странах, не таргетирующих инфляцию – с их увеличением на 7,3%.

Сравнив две группы альтернатив политики, Остри, Гош и Чамон [14] заключают, что игнорирование значительных курсовых изменений в развивающихся странах едва ли является хорошей практикой в т.ч. в рамках таргетирования инфляции. Использование процентной политики и валютных интервенций в тандеме, по их мнению, позволяет достичь ценовой стабильности, предотвратив значительное отклонение валютного курса от равновесного значения. Противоречий

с достижением цели по инфляции позволяют избежать стерилизованные валютные интервенции.

Таким образом, особенности экономических условий развивающихся стран, высокая волатильность их валютных курсов и чувствительность их экономик к изменениям курса, объясняют «неравнодушие» их властей к валютному курсу. Центральные банки, таргетирующие инфляцию, включают в цели своей политики – в том или ином виде, явно или неявно – ориентиры, касающиеся валютного курса, а сам валютный курс используется как инструмент политики.

## **2 Практические подходы и особенности реализации курсовой политики в рамках плавающего валютного курса в развивающихся странах**

### **2.1 Эволюция курсовой политики в развивающихся странах**

Наиболее значимые изменения курсовой политики, де-факто реализуемой центральными банками развивающихся странах, последовали только в конце 1980-х гг. – начале 1990-х гг. После краха Бреттон-Вудской системы обменные курсы национальных валют развивающихся стран в большинстве своем оставались фиксированными. Произошедшие в этот период изменения касались валюты привязки или степени жесткости фиксации обменного курса. Ползучая привязка обменного курса национальной валюты впервые была введена в Аргентине (1964 г.), а затем в Чили (1965 г.). Так, например, в середине 1970-х гг. в 85% развивающихся стран использовался фиксированный обменный курс. К концу 1990-х гг. доля стран, де-факто использующих обменный курс в качестве номинального якоря ДКП, снизилась до 60%. Однако в 2015 г. доля таких стран вновь возросла до 76%. В эту группу входят страны, не только таргетирующие инфляцию, монетарные показатели, но и реализующие ДКП без явного номинального якоря (Кения, Маврикий, Монголия). При этом, отметим, что в странах, национальные валюты которых де-факто формируются в рамках управляемого плавающего валютного курса, номинальным якорем реализуемой ДКП также выступает обменный курс. В современных условиях свободно плавающего валютного курса придерживаются только три развивающиеся страны, придерживающиеся инфляционного таргетирования. Речь идет о Чили, Мексике и Польше.

Эволюция курсовой политики и особенности реализации свободно плавающего режима курсообразования рассмотрены в подразделах 2.1.1, 2.1.2 и 2.1.3, плавающего режима – в подразделе 2.1.4.

#### **2.1.1 Особенности курсовой политики в Мексике**

Монетарными властями Мексики решение об отмене фиксированного обменного курса, колебания которого ограничивались узким валютным коридором, в пользу плавающего обменного курса было принято в декабре 1994 г. В условиях

масштабного финансового кризиса к концу декабря 1994 г. до 5,33 песо, тогда как на протяжении предыдущих 11 месяцев он колебался в диапазоне от 3,1 до 3,45 песо.

Ожидаемым в этих условиях стало увеличение обязательств по номинированным в иностранной валюте государственным ценным бумагам и существенное ускорение динамики потребительских цен. Совокупная величина государственного долга к концу 1994 г. возросла до 32% ВВП по сравнению с 21% ВВП годом ранее, а среднегодовой рост потребительских цен в 1995 г. ускорился до 35% (в 1994 г. – 6,9%). В этих условиях Банк Мексики принял решение о повышении ставки овернайт с 16% в декабре 1994 до 86% в марте 1995 г., несмотря на снижение ВВП уже в I квартале 1995 г. на 1,1% к соответствующему периоду предыдущего года по сравнению с его ростом на 5,25% в аналогичном исчислении кварталом ранее.

Первоначально, отказавшись от использования в качестве номинального якоря реализуемой ДКП курсовых параметров, Банк Мексики объявил о переходе к монетарному таргетированию, установив в качестве промежуточного ориентира динамику чистого внутреннего кредита. Одновременно уже в 1995 г. Банк Мексики приступил к объявлению целевых инфляционных ориентиров – среднегодовых темпов роста потребительских цен, но только в 1998 г. Банк Мексики полностью отказался от участия в процессе курсообразования и приступил к инфляционному таргетированию в его традиционном понимании.

В течение переходного периода Банк Мексики реализовал комплекс мер, способствовавших развитию процентных механизмов ДКП, финансового и валютного рынков. Однако, принимая во внимание последствия мексиканского кризиса задачи Банка Мексики в I половине 1990-х гг. сводились к необходимости финансирования краткосрочного номинированного в долларах государственного долга, поддержанию устойчивости банковской системы, защите интересов вкладчиков. В целях ослабления курсового давления Банк Мексики реализовал следующие меры:

1. выкупил долговые ценные бумаги правительства, находящиеся на счетах кредитных организаций, при условии размещения полученных средств на депозитных счетах регулятора;

2. возобновил валютные интервенции и предоставление банкам валюты в необходимых объемах, с тем чтобы сбалансировать их валютную позицию и ограничить и спекулятивный спрос;

3. погасил часть долларовых ценных бумаг правительства, размещенных на счетах кредитных организаций при условии их депонирования до наступления срока погашения;

4. предоставил возможность брокерским фирмам заключать сделки РЕПО с Банком Мексики с использованием ценных бумаг правительства, номинированных в долларах, с тем чтобы полученные средства могли быть направлены на исполнение обязательств по межбанковским кредитам.

Необходимость управления, перераспределения и хеджирования валютных рисков, появившаяся после перехода к плавающему валютному курсу, Банком Мексики была решена путем создания весной 1995 г. долларового рынка производных финансовых инструментов (фьючерсов и опционов). Для облегчения доступа банков на рынок производных финансовых инструментов был установлен переходный период, действовавший до конца 1995 г., в течение которого банки получили временное разрешение. С января 1996 г. деятельность на рынке могли продолжить только банки, соответствовавшие всем предъявляемым регулятором требованиям.

В части развития денежного рынка, повышения значимости процентной политики Банк Мексики принял решение о введении равновесной процентной ставки денежного рынка (Interbank Equilibrium Interest Rate) взамен ранее действовавшей средней межбанковской процентной ставки (Average Interbank Interest Rate). Новая ставка использовалась в качестве верхней границы уровня процентных ставок по кредитам, размещаемым банками на денежном рынке.

Введены были нулевые резервные требования, в соответствии с которыми банки должны были в течение 28 дней поддерживать нулевой баланс на текущих счетах в Банке Мексики. При формировании отрицательного сальдо банки оплачивали «штраф», равный двум процентным ставкам по 28-ми дневным сертификатам, выпускаемым федеральным казначейством Мексики (Mexican Federal Treasury Certificates (CETES), при формировании положительного сальдо – их убытки были соразмерны процентной ставке, по которой денежные средства могли быть инвестированы в экономику. Банк Мексики приступил к проведению

ежедневных кредитных аукционов, спрос и предложение, а соответственно, и процентные ставки на которых определялись исключительно под влиянием рыночных факторов.

Остановить обесценение мексиканского песо удалось к концу мая 1995 г., после чего и был объявлен переход к свободно плавающему валютному курсу. Однако Банк Мексики проводил валютные интервенции для поддержания стоимости мексиканского песо, задействуя в т.ч. средства международных кредиторов.

При ослаблении напряженности на внутреннем валютном рынке и восстановлении чистого притока валюты Банком Мексики в июле 1996 г. была разработана схема осуществления валютных интервенций для пополнения запаса валютных резервов. Валютные опционы регулятор проводил в последний рабочий день каждого месяца, предоставляя финансовым институтам право продажи долларов в обмен на мексиканские песо. Опционы заключались сроком на 1 месяц и осуществлялись полностью или частично по усмотрению их владельцев по курсу на день, предшествующий заключению сделки, в случае если он не превышал его среднее за предыдущие 20 дней до заключения опциона значение. Возникающий в результате таких сделок рост чистых иностранных активов Банка Мексики полностью стерилизовался, не провоцируя рост денежного предложения. Первоначально размер опциона был ограничен 130 млн долл., но, постепенно увеличиваясь, в июле 1997 г. его величина достигла 500 млн. долл. Более того, стремясь удовлетворить растущий спрос на валютные опционы, в феврале 1996 г. Банк Мексики принял решение о необходимости проведения двух опционов в течение месяца, в случае если 80% опциона на продажу долларов финансовыми институтами были исполнены в течение первых 15 дней месяца. Банк Мексики заявил и о готовности приобретать до 200 млн долл. в день по курсу (в терминах за 1 доллар), превышающему на 2% сложившийся на день, предшествовавший заключению сделки.

Банк Мексики не проводил валютных интервенций, направленных на пополнение золотовалютных резервов только при повышении напряженности на мировом финансовом рынке в октябре-декабре 1998 г. Формально поставленная Банком Мексики цель, заключающаяся в пополнении величины международных резервов, была достигнута: к концу 1998 г. их объем достиг 31,8 млрд. долл.

Осуществленный в конце 1998 г. переход к инфляционному таргетированию потребовал и изменения обоснования необходимости участия регулятора в процессе курсообразования. В этих условиях по поручению Комиссии по валютным операциям, состоящей из представителей Министерства финансов и Банка Мексики, был разработан механизм осуществления Банком Мексики операций по приобретению иностранной валюты на валютном рынке в случае ее избыточного предложения. Ежемесячно регулятор проводил аукционы среди кредитных организаций на право продажи долларов США в оговоренном объеме по курсу, установленному в предшествующий день, но не превышающему его средний уровень за 20 предшествующих дней. Максимальный объем подобных сделок ограничивался 250 млн. долл. в месяц, но в случае размещения 80% обозначенной суммы в течение первых 15 дней месяца, Банк Мексики проводил дополнительный аукцион еще на 250 млн. долл. Более того Банк Мексики подтвердил свою готовность увеличить размер сделок до 200 млн. долл. в день, но только по курсу доллара, превышающему на 2% сложившийся на день, предшествовавший заключению сделки. Среднедневной оборот валютного рынка мексиканского песо в 1998 г. достигал 7 млрд. долл. Таким образом, даже увеличение объемов валютных операций регулятора до 200 млн. долл., что составляло 2,9% дневного оборота валютного рынка, не могло оказать значимого влияния на динамику мексиканского песо. Таким образом, разработанный Банком Мексики алгоритм проведения валютных интервенций не противоречил принципам свободно плавающего валютного курса в действовавшей до 2009 г. методологии классификации, о чем свидетельствует не только отсутствие каких-либо указаний относительно траектории изменения обменного курса, но и весьма незначительный в сравнении с размерами валютного рынка объем операций регулятора.

Подобная практика применялась до 2003 г., когда Комиссией по валютным операциям были скорректированы цели проводимых операций. Руководствуясь необходимостью снижения масштабов изъятия валютных активов экономических агентов и темпов наращивания валютных резервов, Банк Мексики приступил к продаже долларовых активов на внутреннем валютном рынке с целью удовлетворения потребности экономических агентов в долларовых активах и ограничения роста внешней задолженности секторов внутренней экономики. Ежеквартально Банк Мексики озвучивал совокупный объем продаж иностранной

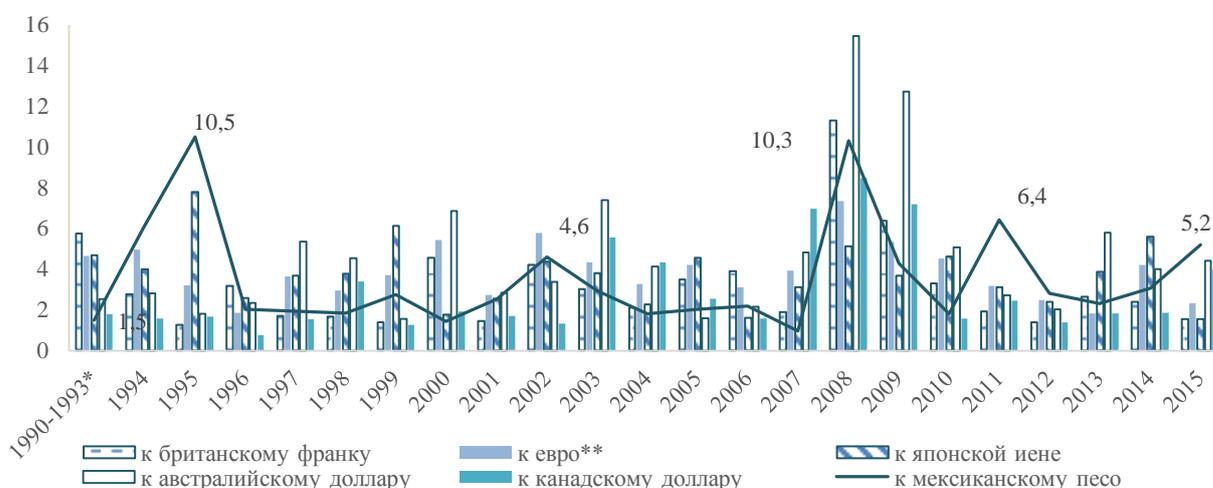
валюты на предстоящие три месяца, равный 50% прироста чистых иностранных активов в предыдущем квартале (действие этого правила приостанавливалось и аукционы не проводились, если объем продаж долларов составлял менее 125 млн. долл.; в случае увеличения чистых иностранных активов в следующем квартале более чем на 250 млн. долл. действие этого правила возобновлялось). Ежедневно формировался график аукционов, предполагающий продажу запланированного объема денежных средств равными долями (первый аукцион состоялся 2 мая 2003 г.). Право участвовать в аукционах получали только кредитные организации, обладающие юридическим правом на осуществление всех финансовых операций на территории Мексики.

Очередные изменения в интервенционное правило Банк Мексики внес в марте 2004 г., с тем чтобы ограничить курсовую волатильность, возникающую при проведении регулятором операций по ограничению темпов наращивания валютных резервов и соответствующем изменении объемов продаж долларовой ликвидности. С этой целью он приступил к определению объема продаж долларов США не на квартал (как это было ранее), а на предстоящий год. Процедура повторялась ежеквартально с учетом чистого прироста международных резервов за истекший квартал.

Таким образом Банк Мексики участвовал в процессе курсообразования до августа 2008 г., а уже в октябре 2008 г. было проведено пять незапланированных аукционов (заявление о их проведении было озвучено в день проведения интервенций), в ходе которых было продано 11 млрд. долл. Помимо этого регулятор возобновил ежедневные валютные интервенции в объеме 400 млн. долл. В результате в октябре 2008 г. де-факто реализуемый Банком Мексики режим курсообразования был переклассифицирован из свободно плавающих в категорию плавающих.

Разработанный Банком Мексики механизм предоставления долларовой ликвидности позволил сдержать повышение курсовой волатильности мексиканского песо. Ее среднемесячные значения 2008 г. возросли только до 10,3% (рисунок 5), что хотя лишь незначительно уступает абсолютному максимуму 1995 г. (10,5%), значимо контрастирует с волатильностью национальных валют других развивающихся стран, придерживающихся плавающих режимов курсообразования

(среднемесячная волатильность чилийского песо в 2008 г. возросла с 2,8% до 14,5%, польского злотого – с 6,2% до 12,5%, турецкой лиры – с 6,6% до 11,4%).



\*в среднем за год

\*\* до 1999 г. волатильность номинального курса доллара к немецкой марке

Рисунок 5 – Волатильность номинального курса доллара к мексиканскому песо и валютам развитых стран, в %

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

Очередной всплеск курсовой волатильности мексиканского песо пришелся на февраль-март 2009 г., когда Банк Мексики вновь провел ряд незапланированных аукционов по предоставлению дополнительной валютной ликвидности. Объем ежедневных аукционов по продаже долларов был сокращен до 300 млн. долл.

Решение о проведении аукционов по покупке иностранной валюты с целью пополнения валютных резервов было возобновлено в феврале 2010 г. В результате к концу 2010 г. объем валютных резервов регулятора возрос до 120,3 млрд. долл. по сравнению с 99,6 млрд. долл. по состоянию на конец 2009 г. Тем не менее, на фоне быстрых темпов расширения стоимостного объема импорта товаров и услуг уровень достаточности международных резервов, выраженный в месяцах импорта, лишь незначительно превышал минимально достаточный согласно международным критериям уровень, покрывая 4,4 месяцев импорта.

Очередным вызовом для Банка Мексики стал рост курсовой волатильности мексиканского песо летом 2011 г. Однако, Мексика стала первой страной,

подписавшей с МВФ соглашение о предоставлении Гибкой кредитной линии (Flexible Credit Line). В апреле 2009 г. МВФ одобрил предоставление Мексике кредита в размере 47 млрд. долл. (31,5 млрд. СДР) [21]. Преимущество этого механизма заключается в возможности использования заемных средств по необходимости, индивидуальной оценке доступного объема финансовых заимствований, более длительном периоде погашения обязательств (от 3,5 до 5 лет) [22], [23].

В результате уже в конце ноября 2011 г. Банк Мексики приостановил проведение пут-опционов, сохранив за собой право проведения аукционов в случае обесценения мексиканского песо в течение предыдущего дня на 2% в объеме, не превышающем 400 млн. долл. в день, по курсу, на 2% превышающему средневзвешенную цену в предыдущий день. Суммарная величина предложения долларов США Банком Мексики в период с 30 ноября по 31 декабря 2011 г. достигла 8,8 млрд. долл. Однако по факту на оговоренных условиях Банком Мексики не состоялось ни одного размещения [24]. В результате к концу 2011 г. суммарная величина международных резервов Банка Мексики возросла до 142,5 млрд. долл.

Фактическое прекращение в ноябре 2011 г. валютных интервенций Банком Мексики позволило МВФ классифицировать де-факто реализуемый регулятором режим курсообразования как свободно плавающий. Аукционы по продаже Банком Мексики долларов США состоялись только в мае и июле 2012 г., что не противоречило принципам свободно плавающего валютного курса.

Характерным для Мексики является и умеренная курсовая волатильность, уровень которой после адаптации к плавающему валютному курсу и преодоления последствий кризиса, уже в 1996 г. снизился до уровня сопоставимого с курсовыми колебаниями валют развитых стран. Исключением являются только периоды кризиса 2008, 2011 гг., а также 2015 г. (рисунок 5).

Вместе с тем основным фактором прироста валютных резервов Банка Мексики и его чистых иностранных активов в последние годы являются операции по покупке валютной выручки государственной нефтяной компании PEMEX (рисунок б). Более того, согласно мексиканскому законодательству, регулятор определяет объемы ее поступлений в экономику [37], ограничивая курсовое давление на мексиканское песо и объемы денежной эмиссии. По состоянию на конец 2015 г.

валютные резервы регулятора превысили 173 млрд. долл., что превышает общепринятые нормативы достаточности, покрывая более 5 месяцев импорта.



Рисунок 6 – Структура прироста валютных резервов Банка Мексики (знак «-» означает сокращение, знак «+» рост).

Источники: Банк Мексики, <http://www.banxico.org.mx>, расчеты авторов

Учитывая, что в рамках таргетирования инфляции целевым для Банка Мексики является 3%-ный рост цен с допустимым отклонением в обе стороны на 1 п.п., значимый эффект оказывают правила установления внутренних цен. Крупнейшая нефтяная компания PEMEX занимает лидирующие позиции в сфере производства, распределения и импорта продукции нефтяной и газовой отраслей и импортирует около 50% внутреннего потребления бензина. Это позволяет правительству, субсидируя ценовой разрыв, поддерживать на внутреннем рынке цены на более низком уровне, нежели на внешнем рынке. По данным Министерства финансов Мексики, наибольший объем субсидий был предоставлен в 2008 г. и в 2012 г. (1,8% ВВП и 1,3% ВВП соответственно). В случае снижения мировых цен на энергоносители более высокие внутренние цены обеспечивают рост бюджетных расходов. И хотя государственный механизм ценообразования на нефтяном рынке формирует риски, чреватые формированием диспропорций в сфере государственных финансов и избыточной нагрузкой на бюджет, государственный контроль за ценами

на бензин, устанавливаемые правительством, создает благоприятные условия для Банка Мексики, в т.ч. за счет снижения ценовой волатильности.

Опыт реализации курсовой политики в рамках плавающего валютного курса Банка Мексики свидетельствует о необходимости непосредственного участия регулятора в процессе курсообразования. Цели реализуемых в рамках оговоренных правил валютные интервенции в весьма ограниченных объемах, не позволявших регулятору воздействовать на вектор движения обменного курса, заключались, во-первых, в необходимости пополнения и поддержания достаточного для страны, экономика которой в значительной степени зависит от конъюнктурных колебаний сырьевых цен, и, во-вторых, в удовлетворении потребностей экономических агентов в валютной ликвидности и ограничении объемов внешних заимствований.

### 2.1.2 Особенности курсовой политики в Чили

Последовательное повышение гибкости курсовой политики в Чили началось в середине 1980-х гг., а в сентябре 1990 г. после череды валютных кризисов (1976, 1981, 1982, 1985) Банк Чили отказался от использования обменного курса в качестве номинального якоря ДКП и объявил о переходе к инфляционному таргетированию, продолжив использовать динамику обменного курса в качестве целевого ориентира. До 1999 г. он принимал активное участие в процессе курсообразования, сохраняя валютный коридор и регулярно модифицируя его границы [25].

В 1990-х гг. в Чили функционировало два валютных рынка. Однако только на официальном валютном рынке обменный курс формировался под воздействием Банка Чили. По официальному обменному курсу осуществлялись только внешнеторговые операции, операции по обслуживанию внешнего долга, переводы дивидендов и прибылей, а также капитальные операции и в т.ч. получение кредитов. Сохранялся при этом и контроль за движением капитала. Обменный курс по прочим операциям формировался под воздействием рыночных факторов..

Переход к инфляционному таргетированию в его традиционном понимании Банк Чили осуществил за девять лет с 1990 г. по 1999 г. В течение переходного периода было обеспечено, во-первых, многократное замедление динамики потребительских цен с 26% в 1990 г. до 3,3% в 1999 году. С учетом именно этого Банком Чили был установлен целевой ориентир ДКП на 2000 г. – на уровне 3,5%, а уже в 2001 г. был осуществлен переход к действующему в настоящее время

целевому коридору – на 2-4% ежегодно. Во-вторых, Банку Чили, поддерживая фактическую инфляцию вблизи целевого ориентира на протяжении продолжительного периода (рисунок 7), удалось обеспечить контроль за инфляционными ожиданиями [25].

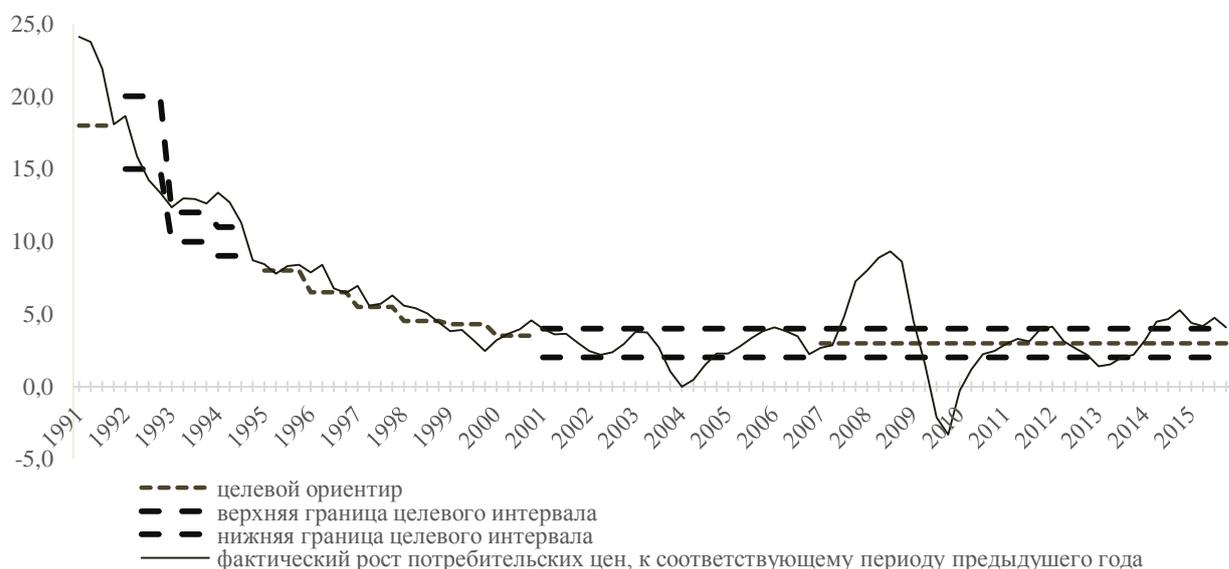


Рисунок 7 – Фактические и целевые темпы прироста потребительских цен в Чили

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), официальный сайт Банка Чили

В процессе перехода к инфляционному таргетированию обменный курс в качестве индикатора, облегчающего управление инфляционными ожиданиями экономических агентов, использовался и монетарными властями Израиля, Венгрии и Словакии.

Обоснованием для учета курсовых параметров при таргетировании инфляции служит возможность нивелирования монетарными властями избыточной курсовой волатильности. На этапе перехода к плавающему обменному курсу монетарные власти, сохраняя свое участие в процессе курсообразования, позволяют экономическим агентам адаптироваться к возросшим валютным рискам. В Чили при переходе к инфляционному таргетированию в его традиционном понимании последовательно снижалась волатильность как обменного курса, так и динамики потребительских цен. Так, в 1998 г. среднемесячная волатильность обменного курса доллара США к чилийскому песо составляла 1,8%, динамики потребительских цен –

0,24%. Для в сравнения в 1990 г., т.е. в первый год применения принципов таргетирования инфляции они составляли соответственно 3,3% и 1,28% (рисунок 8).

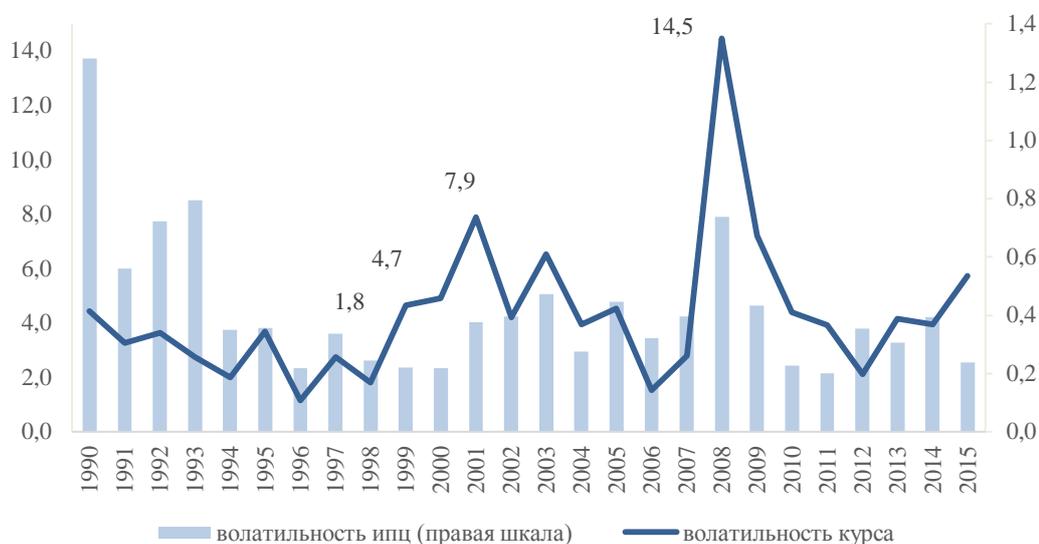


Рисунок 8 – Среднемесячная волатильность чилийского песо, %

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

Переход к «независимому плавающему валютному курсу» Банк Чили осуществил только по прошествии пика кризиса. В 1998 г. в условиях существенного обесценения чилийского песо и повышения инфляционного давления он повысил ключевую процентную ставку с 6,5% годовых в декабре 1997 г. до 12,8% годовых в октябре 1998 г., что оказало лишь краткосрочный эффект, сдержав темпы ослабления чилийского песо относительно доллара США. Достаточным для отнесения де-факто реализуемой Банком Чили курсовой политики в разряд «независимо плавающих» обменных курсов стал отказ от использования в сентябре 1999 г. плавающего валютного коридора, несмотря на продолжающееся участие Банка Чили в процессе курсообразования. Тем не менее, курсовая волатильность обменного курса чилийского песо в 1999 г. возросла до 4,65% по сравнению с 1,81% в 1998 г. Однако среднемесячная волатильность инфляции, напротив, в 1999 г. в Чили снизилась до 0,22%, продолжив тем самым тренд, сформировавшийся в 1997 г. (рисунок 8).

С марта 1999 г. Банк Чили не осуществлял операций на внутреннем валютном рынке, и только в июле 2001 г. он преступил к продажам доллара США. Поводом

для этого послужил рост курсовой волатильности чилийского песо вслед за повышением напряженности на мировом финансовом рынке (валютные кризисы в Индонезии, Турции, Южной Африке, дефолт в Аргентине, кризис доткомов в США). При этом темпы его обесценения в III квартале 2001 достигли 9,6% к предыдущему периоду, а в целом за 2001 г. обменный курс чилийского песо снизился на 15%, спровоцировав тем самым всплеск инфляционных ожиданий. Возможность повышения процентных ставок в этих условиях, учитывая низкие темпы экономического роста, Банком Чили не рассматривалась как оптимальная [40]. Первоначально планировалось, что объем продаж долларов США составит 2 млрд долл., которые будут стерилизованы посредством выпуска Банком Чили дополнительного объема номинированных в долларах облигаций. Ранее проводимые интервенции Банк Чили не стерилизовал, такая необходимость стала следствием перехода к инфляционному таргетированию, в рамках которого задача регулятора заключалась в поддержании инфляции на уровне 2-4%. Фактически объем интервенций, осуществленных регулятором в течение первых 15-ти дней интервенций лишь незначительно превысил 800 млн долл., в то время как суммарная эмиссия облигаций достигла 3,1 млрд долл.

Подобный подход Банк Чили планировал задействовать и в 2002 г. Однако по факту только объявление о возобновлении стерилизованных интервенций спровоцировало разворот курсового тренда, позволив регулятору отказаться от прямых продаж американских долларов. Однако после объявления регулятором о двукратном сокращении объемов выпуска долларовых облигаций обесценение чилийского песо возобновилось, хотя и меньшими темпами.

Опыт интервенционной политики Чили свидетельствует не только о значимости коммуникационной стратегии, но и о высокой степени зависимости эффективности действий регулятора от степени доверия экономических агентов и их ожиданий. По мнению Банка Чили, переход к свободно плавающему обменному курсу увеличивает маневренность при реализации ДКП [40]. Однако, отказавшись от участия в процессе курсообразования, регулятор сохранил право проведения интервенций в случае отклонения обменного курса чилийского песо от его равновесного уровня в целях снижения рисков и издержек, связанных с его самостоятельным возвращением.

Впервые о необходимости пополнения валютных резервов Банк Чили заявил в апреле 2008 г., когда регулятор планировал приобрести на внутреннем валютном рынке 8 млрд долл. После краха Lehman Brothers Банк Чили приостановил программу аккумуляции резервов, пополнив валютные резервы на 5,75 млрд долл. Спустя неделю при повышении спроса экономических агентов на долларовую ликвидность регулятор принял решение о проведении валютных свопов сроком на 1 месяц. Операции проводились на протяжении 6 месяцев, хотя первоначально планировалось ограничиться 3 месяцами, а срок предоставления валютной ликвидности был пролонгирован до 60 и 90 дней. Последний эпизод наблюдался в 2011 г., когда в начале января Банк Чили объявил о намерении увеличить валютные резервы на 12 млрд долл., приобретая ежедневно по 50 млн долл. на внутреннем валютном рынке, что не превышало 5,5% ежедневного объема сделок на внутреннем валютном рынке Чили. При этом, если по состоянию на конец 2007 г. международные резервы Банка Чили соответствовали 3,7 месяцам импорта, то к концу 2010 г. их величина возросла до 4,9 месяца импорта. К концу 2011 г. международные резервы регулятора возросли на 14,1 млрд долл. до 41,9 млрд долл., что соответствовало уже 5,8 месяцам импорта.

Проводимая с 1999 г. Банком Чили курсовая политика в соответствии с используемым МВФ подходом классифицировалась как свободное плавание<sup>5</sup>, отражая исключительно рыночный характер курсообразования. Значимое влияние на проводимую регулятором политику оказал процесс аккумуляции избыточных бюджетных доходов в период благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. В 1987 г. в Чили был сформирован Медный стабилизационный фонд, задача которого сводилась к снижению зависимости экономики от волатильности мировых цен на медь, а уже в 2001 г. в Чили утверждено бюджетное правило, ограничивающее бюджетные расходы размерами структурных доходов бюджета, т.е. доходов, получаемых бюджетом вне зависимости от конъюнктуры мировых сырьевых рынков, циклических, сезонных и календарных факторов. Позже в 2006 г. фонд был разделен на Резервный пенсионный фонд и Медный стабилизационный фонд<sup>6</sup>. Источником доходов этих фондов стали бюджетные доходы, поступающие от экспорта меди. Резервный пенсионный фонд получает ежегодно 0,2%-0,5% ВВП в

---

<sup>5</sup> В классификации действовавшей до 2009 г. - «независимое» плавание.

<sup>6</sup> В марте 2007 г. переименован в Стабилизационный социально-экономический фонд.

зависимости от размера бюджетного профицита. В данной схеме Банк Чили, на счетах которого аккумулируются средства Фондов, осуществляет от лица правительства управление и инвестирование средствами Фонда.

Для Чили характерна относительно низкая курсовая волатильность. Вместе с тем переход к свободно плавающему валютному курсу в Чили, как и в других развивающихся странах, сопровождался резким увеличением волатильности номинального курса доллара США к чилийскому песо до 4,7% в 1999 г. Для сравнения наибольшая среди развитых стран курсовая волатильность была характерна для канадского доллара (3,4%) (рисунок 9).

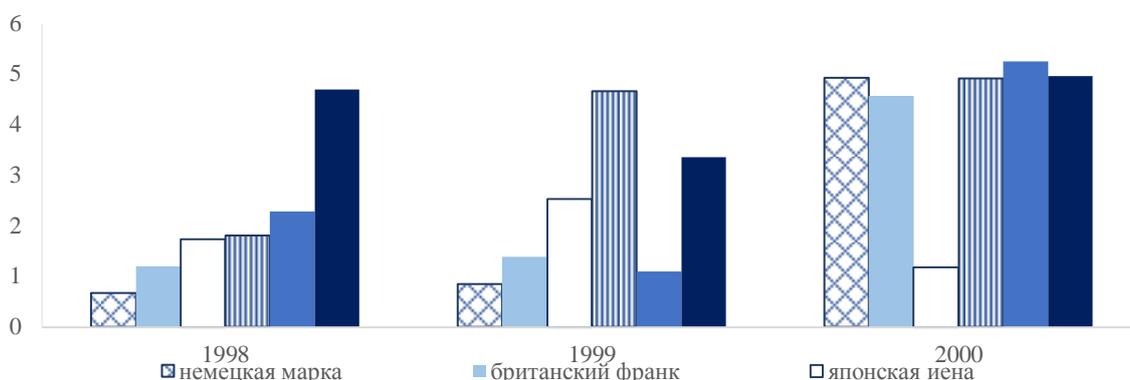
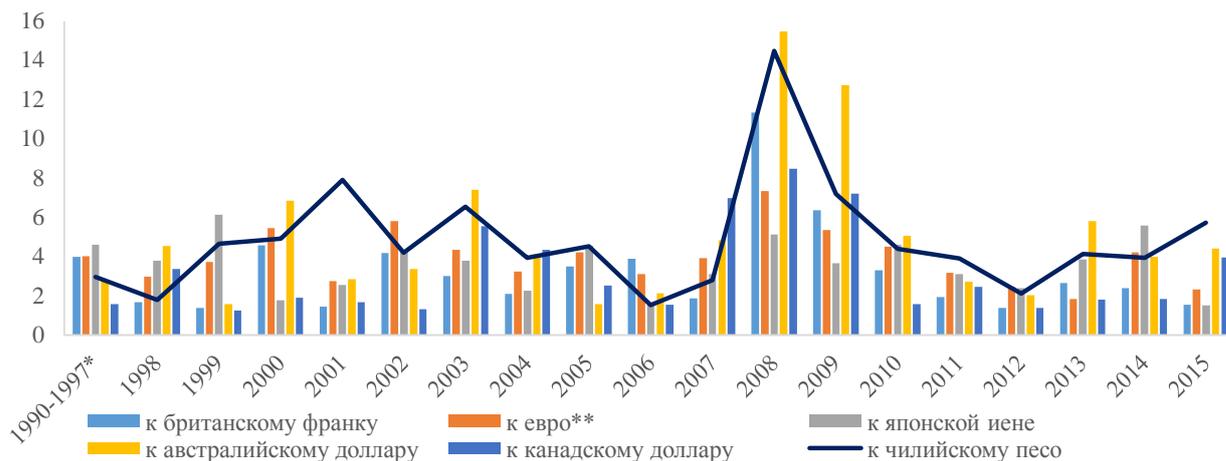


Рисунок 9 – Волатильность номинального курса доллара к чилийскому песо и к валютам развитых стран

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

В 2000 г., несмотря на повышение напряженности на мировом финансовом рынке, курсовая волатильность чилийского песо возросла только на 0,2 п.п. до 4,9% при многократном увеличении волатильности национальных валют развитых стран. Волатильность номинального курса доллара США к австралийскому доллару достигла 5,3%, к немецкому франку – 4,9%. Последовательно ослабевая, курсовая волатильность чилийского песо достигла уровня, характерного для национальных валют в развитых странах. Исключением стали кризисные годы, сопровождавшиеся повышением напряженности на мировом финансовом рынке – 2001 г., 2008 г. и 2015 г. (рисунок 10).



\* в среднем за год

\*\* до 1999 г. волатильность номинального курса доллара к немецкой марке.

Рисунок 10 – Волатильность номинального курса доллара к чилийскому песо и валютам развитых стран

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

Таким образом, обменный курс чилийского песо является одной из наиболее свободно плавающих валют развивающихся стран. Отличительными особенностями экономики Чили, позволившими Банку Чили де-факто следовать принципам свободно плавающего валютного курса, не подвергая экономику избыточным курсовым рискам, сопряженным с повышенной волатильностью обменного курса, являются:

1. Хорошо развитый финансовый сектор. При переходе к свободно плавающему валютному курсу в 1999 г. его глубина достигала 77,5% ВВП, а уже в 2008 г. превысила 100% ВВП. В тоже время если объем финансовых ресурсов, предоставленных частному сектору прочими финансовыми корпорациями, в 1999 г. оценивался в 2,5% ВВП, то в 2014 г. он достиг 30% ВВП.

2. Невысокая доля номинированного в иностранной валюте внешнего долга и сектора государственного управления, и частных корпораций. В первом случае относительная величина внешнего долга по состоянию на конец 1997 г. оценивалась в 2,8% ВВП, во втором – 27,8% ВВП.

3. Внешний долг представлен преимущественно долгосрочными заимствованиями (81% совокупной величины внешнего долга).

4. Невысокий уровень долларизации экономики.
5. Диверсифицированная экономика<sup>7</sup>.

Ключевые реформы, способствовавшие ускоренному развитию и диверсификации сектора финансовых корпораций, в Чили были реализованы в 1980-х гг. Годовой оборот рынка акций увеличился с 2% ВВП в 1980 г. до 18% ВВП в 1995 г., тогда как капитализация рынка акций возросла с 42% ВВП до 112% ВВП соответственно. Быстрыми темпами развивался рынок облигаций и других краткосрочных коммерческих ценных бумаг, среднегодовой оборот которого увеличился с 0,3% ВВП до 129% ВВП соответственно.

Первоначально либерализация процентных ставок и ослабление кредитного контроля в 1974-1975 гг. были осуществлены без соответствующего реформирования механизмов пруденциального надзора, что, в конечном счете, спровоцировало финансовый кризис. Второй этап реформ, начавшийся в начале 1980-х гг., опирался на ужесточение регулятивных требований и нормативов. В 1980 г. создано Главное управление ценных бумаг и страхования, задачи которого заключались в регулировании рынков ценных бумаг и страхования. В дальнейшем уже в 1981 г. заработал прототип современной системы страхования банковских вкладов, в рамках которой убытки по банковским операциям покрывались правительством.

Значимым шагом в части развития полноценной финансовой системы в Чили стало создание в начале 1980 г. новой пенсионной системы, полностью основанной на частных сбережениях, взамен ранее действовавшей государственной пенсионной системы (распределительная пенсионная система). Во-первых, при переходе к новой пенсионной системе был осуществлен выпуск облигаций с нулевым купоном, отражающих индивидуальный вклад работников, внесенный ими в ранее действовавшую пенсионную систему. Во-вторых, помимо создания новой более надежной пенсионной системы цель реформы заключалась в формировании спроса на долговые ценные бумаги, эмитируемые страховыми компаниями. И фактически,

---

<sup>7</sup> В 2015 г. в структуре ВВП Чили по производству на долю услуг приходится 61,6%, промышленности – 35%, сельского хозяйства – 3,4%, тогда как в структуре экспорта доминирующую роль занимает экспорт сырьевых ресурсов – 57,1%, сельскохозяйственный экспорт занимает 29,2%, обрабатывающей промышленности – 13,6% /<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ci.html>

как показывает опыт и других стран, развитие пенсионной системы дало импульс для развития как рынка ценных бумаг, так и прочих финансовых корпораций [41].

Существенной лептой в развитии финансового сектора в Чили стало принятие в ноябре 1986 г. закона, регулирующего банковскую деятельность. В 1991 г. в Чили легализованы брокерские операции с ценными бумагами, распространение получили дилерские услуги и усовершенствован механизм регулирования деятельности взаимных фондов денежного рынка. В 1997 г. ужесточены требования к ценным бумагам и финансовым инструментам, пригодным для инвестирования средств пенсионных фондов. С 1999 г. банки получили возможность приобретать процентные деривативы в т.ч. в качестве инструмента хеджирования рисков на внутреннем финансовом рынке. Позже это право получили пенсионные фонды.

Банк Чили сыграл значимую роль в развитии и становлении рынка высоконадежных ценных бумаг. В стране с устойчивым бюджетом профицитом государственные облигации размещались крайне редко. На внутреннем рынке Банк Чили выступал основным эмитентом краткосрочных (30, 60, 90 и 365 дней) и долгосрочных (8, 20 лет, 1-15 лет) государственных бумаг, являвшихся индикатором безрисковой доходности и механизмом регулирования денежного предложения.

Реформа финансового рынка Чили продолжилась в 2000 г., когда были приняты законы «О первичной продаже акций (IPO)» и «О реформе рынка капитала», направленные на повышение доступности финансового рынка для малых и средних компаний, его ликвидности и развитие конкуренции.

Банк Чили, принявший решение о переходе к свободно плавающему валютному курсу в 1999 г., валютные интервенции проводил только в 2001, 2002, 2008 и 2011 гг. В первых двух случаях его цель заключалась в сдерживании чрезмерного обесценения национальной валюты, препятствовавшего достижению целевого инфляционного ориентира, то в последних – пополнении золотовалютных резервов. Проводимая регулятором курсовая политика опирается как на хорошо развитый диверсифицированный финансовый рынок, так и на бюджетную политику, регламентирующую механизм изъятия бюджетных доходов, поступающих от экспорта сырьевых ресурсов.

### 2.1.3 Особенности курсовой политики в Польше

Переход к плавающему валютному курсу Банком Польши осуществлен в 2000 г. В настоящее время параметры изменения обменного курса польского злотого Банком Польши, придерживающегося инфляционного таргетирования, учитываются при определении уровня ключевой процентной ставки, но только в той степени, в которой курсовая волатильность оказывает непосредственное влияние на динамику потребительских цен. Банк Польши допускает проведение валютных интервенций, но только в случае, если курсовые колебания создают риски для достижения целевых инфляционных ориентиров в будущем [43]. В этих условиях среднемесячная волатильность номинального курса доллара к польскому злотому в 2000-2015 гг. в среднем составляла 4,1%, превышая тем самым волатильность, характерную для национальных валют развитых стран: в Канаде в этот период она не превышала 2,8%, в Японии – 3,1%, в Великобритании – 2,9%. Более высокая волатильность в 2000-2015 гг. была характерна для австралийского доллара. Волатильность польского злотого исторического максимума достигла в 2008 г., составив 12,5% (рисунок 11).

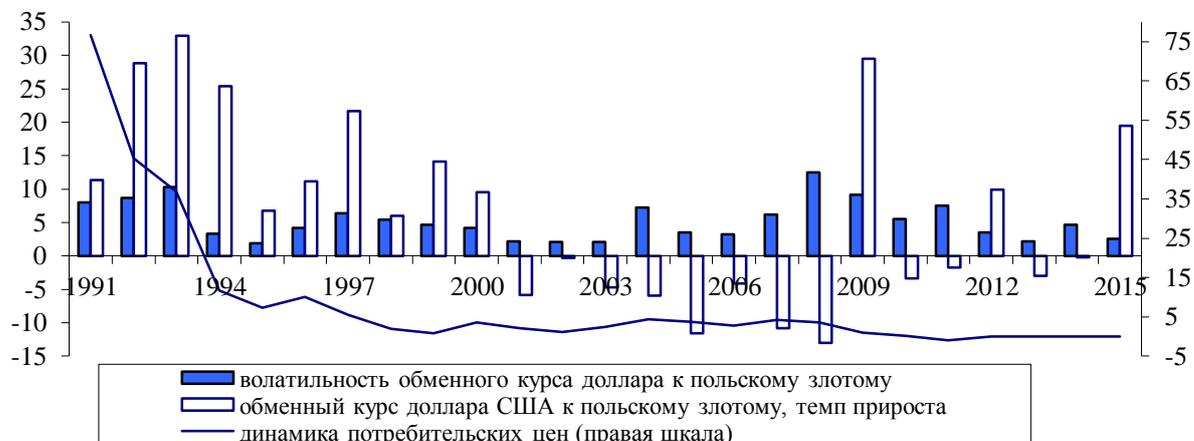


Рисунок 11 – Динамика польского злотого и потребительских цен в Польше, в %

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

Высокой среднегодовой курсовой волатильностью польского злотого в 2000-2015 гг. является и в сравнении с изменениями обменных курсов национальных

валют других развивающихся стран, придерживающихся плавающего режима курсообразования. Среднемесячная волатильность номинального курса доллара к мексиканскому песо в 2000-2015 гг. в среднем составляла 2,7%, тайландского бата – 2,8%, индийской рупии – 3,8%. Тем не менее, Банку Польши удалось избежать повышения волатильности польского злотого после перехода в 2000 г. к свободно плавающему валютному курсу: ее среднемесячный уровень снизился до 4,1%. Однако в значительной степени это связано с эффектом базы: в период кризиса в 1997 г. она возросла до 6,4%, а в 1998-1999 гг. снизилась только до 5,5% и 4,7% соответственно.

Объективными предпосылками для последовательного ослабления участия монетарных властей Польши в процессе курсообразования послужили финансовая либерализация, спровоцировавшая увеличение притока иностранного капитала в экономику, а также изменение направлений торговых потоков. В открытой экономике с высокой инфляцией, среднегодовой уровень которой в начале 1990-х гг. в Польше превышал 20%, поддержание фиксированного номинального обменного курса по отношению к доллару США означало устойчивое укрепление национальной валюты в реальном выражении, а значит, снижение ценовой конкурентоспособности производимой продукции. В результате если в 1990 г. положительная величина сальдо счета текущих операций платежного баланса превышала 3 млрд злотых (5,2% ВВП), то уже в 1991 г. сформировалось его отрицательное сальдо в размере 2,1 млрд злотых (2,8% ВВП). На рубеже 1990-х гг. – 2000-х гг. основными контрагентами Польши становятся не страны социалистического блока, а европейские страны, обменные курсы которых в значительной степени формировались под влиянием рыночных факторов или фиксировались по отношению к немецкой марке в рамках ERM. Помимо этого, повышение гибкости курсовой политики Банком Польши являлось одним из условий предоставления международной помощи Парижским и Лондонским клубом кредиторов. Отрицательное сальдо счета текущих операций сохраняется в Польше и в настоящее время, что характерно также и для других развивающихся стран, национальные валюты которых формируются в рамках свободно плавающего валютного курса. В 2000-2015 гг. в Польше его среднегодовая величина составила - 3,9% ВВП, в Мексике – -1,6% ВВП. В Чили в отдельные годы (1999 г., 2004-2007 гг.)

счета текущих операций был положительным, однако его средняя величина в 2000-х гг. оставалась отрицательной (-0,2% ВВП).

Ослабление участия Банка Польши в процессе курсообразования сопровождалось многократной девальвацией польского злотого (в мае 1991 г., в феврале 1992 г., в августе 1993 г.). Как следствие в мае 1991 г. Банком Польши было принято решение об отказе от фиксации польского злотого относительно доллара США и переходу к использованию в качестве номинального якоря корзины валют. На долю доллара США в ней приходилось 45%, немецкой марки – 35%, фунта стерлингов – 10%, французского франка – 5%, швейцарского франка – 5%, что соответствовало структуре внешней торговли Польши. В октябре 1991 г. осуществлен переход к плавающему валютному коридору.

Однако задачей регулятора оставалось сдерживание темпов укрепления польского злотого относительно доллара США. До 1994 г. для достижения поставленной цели использовались административные меры, а после подписания соглашения с Парижским и Лондонским клубами кредиторов о списании части внешнего долга Банк Польши перешел к активным валютным интервенциям, цель которых сводилась к номинальному обесценению национальной валюты. В 1995 г., отказавшись от установления инфляционного ориентира, Банк Польши перешел к проведению стерилизованных валютных интервенций: регулятор покупал иностранную валюту у банков, увеличивая при этом объемы ликвидности в национальной валюте, абсорбирование которой осуществлялось путем выпуска и продажи краткосрочных облигаций Банка Польши. Однако массивный приток иностранной валюты, поддерживаемый высокими процентными ставками, создавал основу масштабной денежной эмиссии и реального укрепления польского злотого, что с учетом устойчивого замедления темпов роста польской экономики, фактически делало неизбежным отказ Банка Польши от участия в процессе курсообразования.

Последовательное изменение макроэкономической политики, направленное на ослабление государственного вмешательства, было продиктовано интеграционными процессами польской экономики в ЕС. Критерии конвергенции польской экономики содержал подписанный в 1991 г. Европейский договор. При этом требования к новым членам ЕС, утвержденные в июне 1993 г., предписывали необходимость создания эффективной рыночной экономики, устойчивой по отношению к уровню конкуренции на едином рынке ЕС, а также принятие

обязательств по достижению единых целей и задач. В дальнейшем уже в 1993 г. были приняты Маастрихтские критерии, утверждавшие требования в т.ч. в части реализации курсовой политики [26]. Неизбежность отказа монетарных властей от участия в процессе курсообразования стала также результатом быстрого развития финансового рынка в Польше, существенного увеличения транснациональных потоков капитала, а также снижения эффективности валютных интервенций при увеличении издержек, связанных с их реализацией [27].

После безрезультатных попыток предотвратить укрепление национальной валюты в реальном выражении путем увеличения объемов валютных интервенций в 1998 г., Банк Польши отказался от их проведения, объявив о переходе к инфляционному таргетированию, но сохранив действовавший валютный коридор. Значимым шагом в этом направлении стало подписание 2 апреля 1997 г. новой Конституции Польской Республики, а затем 29 августа 1997 г. – Закона о Народном Банке Польши, в соответствии с которыми регулятор получил полную независимость как в части определения целевых ориентиров реализуемой ДКП, так и выбора механизмов их достижения [28]. В 1998 г. были объявлены целевые инфляционные ориентиры на среднесрочную перспективу, в соответствии с которыми планировалось обеспечить замедление динамики потребительских цен до 4% к 2003 г. Одновременно Банк Польши последовательно расширял границы валютного коридора: в феврале 1998 г. границы коридора были расширены до +/-10%, в октябре 1998 г. – до +/-12%, и, наконец, в марте 1999 г. – до +/-15%. Отменен формально сохранявшийся валютный коридор Банком Польши был в апреле 2000 г., после чего реализуемый режим курсообразования был классифицирован МВФ как свободно плавающий.

На протяжении большей части 2000-х гг. реализуемая Банком Польши курсовая политика не претерпела значимых изменений: регулятор не прибегал к осуществлению валютных интервенций, обменный курс польского злотого формировался под влиянием рыночных факторов, а его динамика учитывалась при принятии решений об изменении процентной политики в той степени, в которой она оказывала непосредственное влияние на динамику потребительских цен [47].

Существенное влияние на реализуемую Банком Польши курсовую политику оказал мировой кризис. В 2008 г. среднемесячная волатильность доллара США относительно польской кроны превысила 12,5%. В ответ на увеличение спроса

экономических агентов на долларовую ликвидность Банк Польши в октябре 2008 г. приступил к заключению сделок «валютный своп». Первоначально сделки осуществлялись по инструментам «польский злотый-доллар» и «польский злотый-евро», а с ноября 2008 г. – «польский злотый-швейцарский франк». Одновременно регулятор расширил перечень активов, принимаемых в качестве залогового обеспечения, предоставляя при этом ликвидность кредитным организациям на более длительные сроки.

Возобновлены валютные интервенции Банком Польши были только в посткризисный период сначала в 2010 г., а затем в 2011 г., когда, по мнению регулятора, уровень обменного курса польского злотого и его волатильность значительно отклонились от фундаментально обоснованных значений. Это спровоцировало рост спекуляций на внутреннем валютном рынке и ускорение темпов обесценения польского злотого. В результате при увеличении курсового давления Банком Польши впервые после 1998 г. решение о возобновлении валютных интервенций на внутреннем рынке было принято 9 апреля 2010 г.

Однако если в 2010 г. регулятору удалось ограничиться осуществлением единичной интервенции (9 апреля) [29], то в 2011 г. Банк Польши присутствовал на внутреннем валютном рынке в период с 23 сентября по 30 декабря. Реализовано было 6 валютных интервенций – 23 и 30 сентября, 3 октября, 11 ноября, 29 и 30 декабря. В обоих случаях о возможности возобновления валютных интервенций, направленных на поддержание макроэкономической и финансовой стабильности, которые рассматривались как необходимое условие достижения целевого инфляционного ориентира [30], [31] регулятор впервые заявил в Руководстве по ДКП на 2010 и 2011 гг. По мнению Банка Польши, проведение нерегулярных интервенций для поддержания внутренней макроэкономической и финансовой стабильности не противоречит его задаче по поддержанию ценовой стабильности и принципам инфляционного таргетирования. В 2011 г. реализуемый Банком Польши режим курсообразования был переклассифицирован МВФ в плавающий, поскольку было осуществлено более трех интервенций в течение полугода.

В этих условиях спрос экономических агентов валютную ликвидность, предоставляемую Банком Польши в т.ч. на длительные сроки в рамках проводимых с 2008 г. операций валютный своп сократился, что позволило прекратить в январе 2010 г. проведение операций валютный своп с китайским юанем, в апреле – с

долларами и евро. Последняя интервенция Банком Польши была проведена 30 ноября 2011 г., после чего действовавший в Польше режим курсообразования был классифицирован как свободно плавающий. Однако в посткризисный период среднемесячная курсовая волатильность польского злотого в посткризисный период сохранялась на достаточно высоком уровне (4,3%), реагируя таким образом на повышение напряженности в мировой экономике и странах-торговых партнерах. Из числа развивающихся стран, центральные банки которых придерживаются плавающих режимов курсовой политики, более высокая, чем в Польше, курсовая волатильность в 2010-2015 гг. была характерна для Бразилии (6,7%), Южной Африки (5,5%), Турции (4,6%) (рисунок 12).

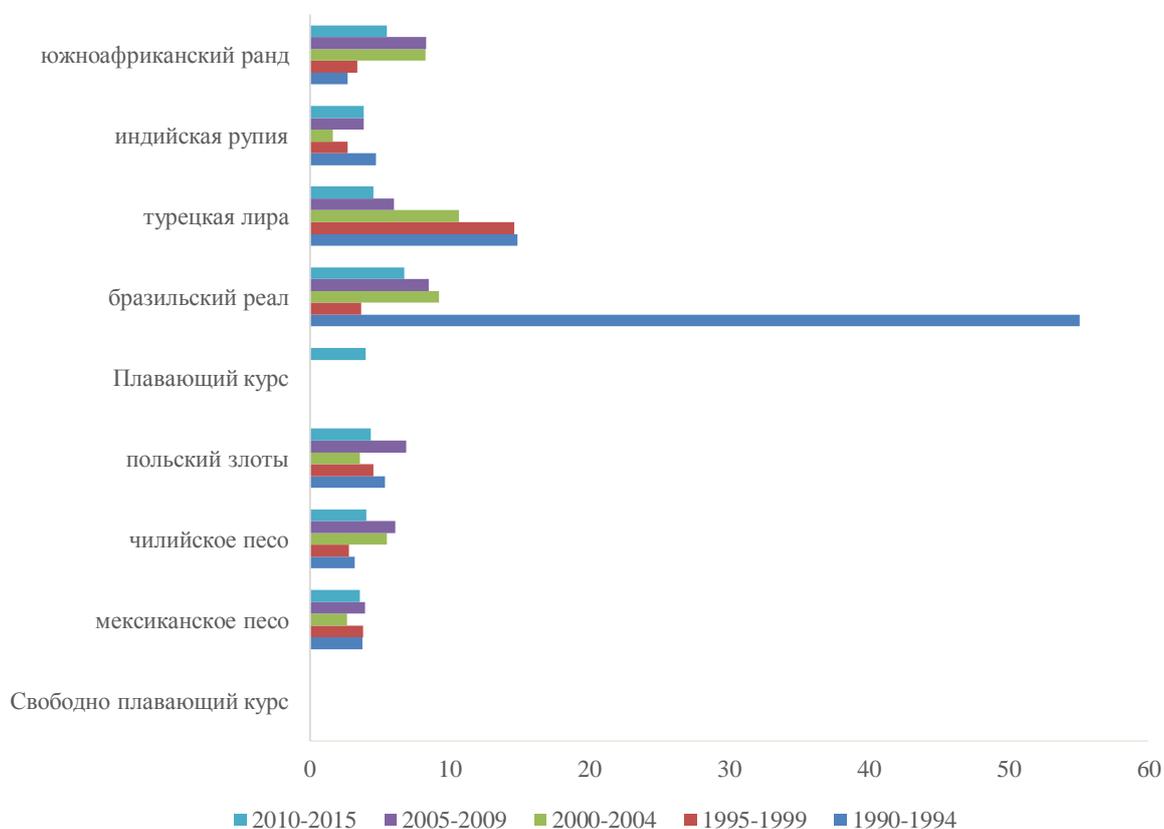


Рисунок 12 – Волатильность номинального курса доллара к валютам развивающихся стран, формирующимся в рамках плавающего валютного курса.

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов.

Одним из факторов, обуславливающих значительную волатильность курса польского злотого, является недостаточная глубина финансового сектора Польши. Исследования каналов и механизмов взаимосвязи степени развития финансовых рынков и курсовой волатильности, представленное в работах [32], [16], [33], позволяет заключить, что отсутствие полноценных финансовых рынков и развитого финансового сектора, во-первых, способствует повышению долларизации экономики, во-вторых, говорит об отсутствии механизмов хеджирования валютных рисков, в-третьих, ограничивает эффективность трансмиссионного механизма. На момент перехода Банка Польши к плавающему валютному курсу глубина финансового сектора оценивалась в 35% ВВП, то к концу 2010 г. она возросла до 63% ВВП, 2015 г. – до 73,6% ВВП. Менее развитый финансовый сектор сложился, например, в Индонезии – 46,7% ВВП, Мексике – 53,7% ВВП, России – 54,5% ВВП (таблица 3).

Таблица 3 – Глубина финансового сектора, в % ВВП

	1990	1995	2000	2005	2010	2013	2015
Бразилия	87,6	54,9	70,7	76,2	93,4	100,3	108,7
Индия	50,0	42,9	51,2	58,4	71,9	77,6	76,8
Индонезия	46,7	51,8	60,7	46,2	34,2	43,4	46,7
Мексика	37,3	41,3	29,0	31,4	44,5	49,5	53,7
Польша	18,8	30,0	34,3	38,6	63,2	67,2	73,6
Россия	н/д	25,5	24,9	20,8	37,7	45,4	54,5
Таиланд	94,1	140,3	134,3	111,0	133,5	159,9	173,4
Турция	19,5	27,8	37,9	45,6	71,8	84,2	92,8
Чили	70,2	55,1	69,9	79,5	104,8	115,5	123,6
ЮАР	97,8	135,7	148,6	178,2	185,5	182,2	180,1

Источник: World Development Indicators, The World Bank, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

Однако переходу Банка Польши к свободно плавающему валютному курсу предшествовал реформы, способствовавшие развитию финансового рынка. Были предприняты меры по реформированию пенсионной системы с выделением накопительной и распределительной систем, введены механизмы долгосрочного страхования жизни, что создало условия для появления институциональных инвесторов и формирование пула «длинных» финансовых ресурсов.

Таким образом опыт монетарных властей развивающихся стран, придерживающихся свободно плавающих валютных курсов, свидетельствует, что при существенном, превышающем фундаментально обоснованные параметры

изменении обменного курса или повышении курсовой волатильности монетарные власти возобновляют валютные интервенции. Более того при повышении спроса на иностранную валюту центральные банки воздействуют на валютный рынок путем проведения сделок «валютный своп», расширяя перечень залогового обеспечения, корректируя сроки предоставления финансовых ресурсов. При этом если использование косвенных инструментов не противоречит рыночным принципам формирования обменного курса, то валютные интервенции рассматриваются в качестве экстраординарной меры и используются в исключительных случаях. Практический опыт центральных банков, придерживающихся плавающих режимов валютного курса, рассмотрен в разделе 2.1.4.

#### 2.1.4 Плавающие валютные курсы в развивающихся странах

Наибольшее число центральных банков развивающихся стран перешли к плавающим режимам курсообразования в период или после кризиса 1997 года. Ключевым фактором, обусловившим невозможность поддержания обменного курса национальной валюты в рамках узкого фиксированного валютного курса, стало открытие капитальных счетов, сопровождавшееся масштабным и отличающимся высокой волатильностью финансовым потоком. В результате если центральные банки Индонезии, Южной Кореи, Филиппин к незасимому плавающему валютному курсу приступили в 1997 г., Таиланда – в 1998 г., то Бразилии, Чили, Колумбии по прошествии финансового кризиса – в 1999 г.

В Бразилии последовательная торговая либерализация существенно ускорилась в 1990-х гг. Обязательства страны по снижению торговых барьеров закреплялись многочисленными соглашениями с ВТО. В этих условиях отрицательная величина сальдо счета текущих операций в 1990-х гг. в среднем составляла 1,6% ВВП, тогда как в 1980-х гг. она превышала 2,9% ВВП. Изменился не только объем, но и направления финансовых потоков между секторами бразильской экономики и остальным миром. В 1990-х гг. среднегодовой чистый отток капитала по финансовому счету платежного баланса Бразилии возрос до 1,7% ВВП, тогда как в 1980-х гг. относительная величина чистых поступлений составляла 0,9% ВВП.

Переход к плавающему валютному курсу в Бразилии осложнялся стремительным ростом потребительских цен и масштабным бюджетным дефицитом, величина которого после снижения в 1996-1997 гг. до 7,5% ВВП к концу 1990-х гг.

вновь превысила 10% ВВП. Величина процентных платежей по государственным займам возросла с 3,8% ВВП до 4,7% ВВП при снижении поступлений косвенных налогов, в т.ч. в результате снижения тарифных барьеров [34].

Многokратное замедление динамики потребительских цен, ослабление долговой нагрузки при изменении структуры и объема государственного долга последовало только после введения в 1994 г. стабилизационного плана Real и введения в обращение новой национальной валюты бразильского реала. В 1995 г. среднегодовой рост потребительских цен в Бразилии замедлился до двузначных значений и составил 66%. В противоречие вступали и задачи макроэкономической политики, заключающиеся, во-первых, в необходимости погашения внешней задолженности, во-вторых – в крайне низких темпах экономического роста, сопровождавшихся стремительным ростом потребительских цен. Невозможным это делало и повышение Банком Бразилии ключевой процентной ставки. Как следствие после контролируемого обесценения в среднем на 0,6% ежемесячно в течение 1998 г., в январе 1999 г. бразильский реал был девальвирован более чем на 19% и объявлен переход к свободно плавающему курсу. По итогам 1999 г. бразильский реал обесценился на 36%, а за 1997-1999 гг. – на 44,6%. Более существенно за три года снизился курс индонезийской рупии – 70,2% (рисунок 13).

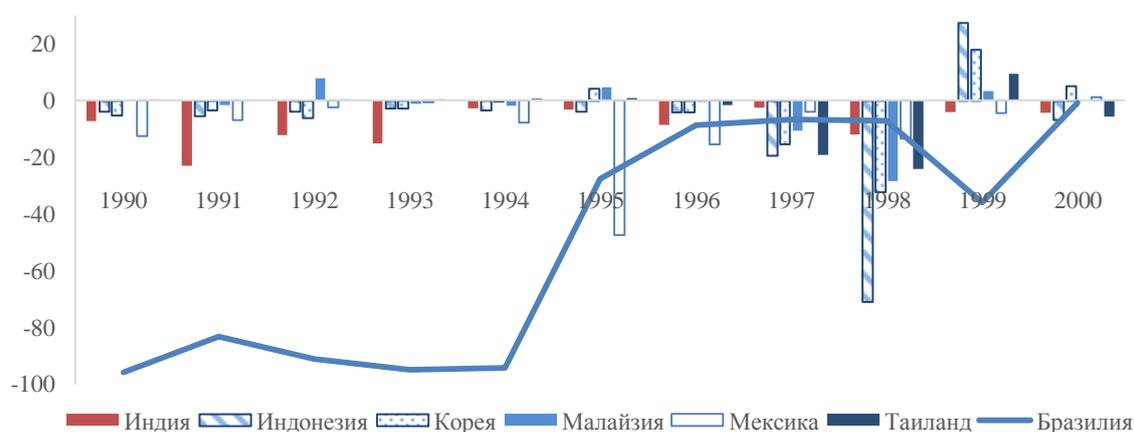


Рисунок 13 – Темпы прироста номинальных обменных курсов национальных валют развивающихся стран к доллару США, в %

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов.

Из категории свободно плавающих в категорию плавающих бразильский реал был переклассифицирован в 2009 г. только вследствие изменения МВФ методологии

классификации. Следуя фактическим данным регулятор не отказывался от проведения операций на внутреннем валютном рынке, хотя их величина варьировалась от минимального в абсолютном выражении значения в 1,6 млрд в 2003 г. до 78,6 млрд долл. в 2007 г. На большем промежутке времени вклад ежедневных операций, осуществленных регулятором на внутреннем валютном рынке, не превышал его 1% дневного оборота. Максимум был достигнут в 2007 г., когда средний объем ежедневных операций регулятора возрос до 6,9% среднедневного оборота валютного рынка по валютной паре доллар-бразильский реал (таблица 4).

Таблица 4 – Чистые валютные операции Банка Бразилии, млрд долл. США.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Международные резервы, на конец периода	33,0	35,9	37,8	49,3	52,9	53,8	85,8	180,3	193,8	238,5	288,6	352,0	373,1	358,8	363,6	356,5
<i>в т.ч. за счет чистых валютных операций</i>																
форвардный рынок	2,3	-7,2	-9,1	1,6	5,3	21,5	34,3	78,6	-5,4	36,5	42,0	50,1	12,7	-11,5	6,5	-1,8
спотовый рынок	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	7,0	0,0	0,0	0,0
операции репо	2,3	-7,2	-5,9	-0,2	5,3	21,5	34,3	78,6	7,6	24,0	41,4	47,9	11,2	0,0	0,0	0,0
кредиты в иностранной валюте	0,0	0,0	-1,8	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-8,3	8,3	0,0	0,0	-5,5	-11,5	6,5	-1,8
	0,0	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,7	4,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Источники: официальный сайт Банка Бразилии, (<http://www.bcb.gov.br>), расчеты авторов

Основным источником изменения международных резервов Банка Бразилии в 2000-2012 гг. служили операции, проводимые регулятором на спотовом валютном рынке. Форвардный рынок был задействован только в 2011 и 2012 гг., когда объемы чистых операций составил соответственно 2,2 и 7 млрд долл. соответственно. Для сравнения на традиционном для центральных банков спотовом валютном рынке Банком Бразилии в 2011 г. было приобретено 47,9 млрд долл., в 2012 г. – 11,2 млрд долл. Абсорбирование избыточной эмиссии осуществлялось посредством проводимых Банком Бразилии операций на открытом рынке с казначейскими долговыми ценными бумагами [35].

В то же время, отметим, что в отличие от практики, применяемой центральными банками Чили, Мексики, Польши, Банк Бразилии при проведении валютных интервенций не придерживается четкого правила. Подобный подход применяется также монетарными властями Перу и Уругвая.

Помимо прямых операций по купле/продаже долларов США на внутреннем валютном рынке Банк Бразилии активно использует косвенные механизмы управления обменным курсом. Один из используемых регулятором подходов заключается в налогообложении финансовых операций, что позволяет, маневрируя налоговой ставкой, применяемой к различным финансовым инструментам воздействовать на объем и структуру финансового потока. Так, например, в предкризисный период с присущим ему масштабным притоком иностранной валюты в экономики развивающихся стран, максимальная ставка налога на финансовые операции в Бразилии в размере 5% применялась к краткосрочным внешним займам, привлекаемым в форме кредита на срок до 90 дней.

При повышении спроса экономических агентов на валютную ликвидность во избежание резких курсовых колебаний в 2008 г. Банк Бразилии приступил к заключению сделок «валютный своп». Первоначально планировалось, объем размещения валютной ликвидности в 2008 г. ограничить 50 млрд долл. Однако фактически в 2008 г. было размещено только 12 млрд долл. Помимо этого валютную ликвидность Банк Бразилии предоставлял на проводимых аукционах валютного РЕПО. Первая такая операция была проведена 19 сентября 2008 г. В результате по итогам 2008 г. бразильский реал укрепился более чем на 6% при замедлении темпов экономического роста до 5,1% по сравнению с ростом на 6,1% в 2007 г., тогда как в большинстве развивающихся стран замедление темпов производства в 2008 г. и рост напряженности на мировом финансовом рынке сопровождалось существенным обесценением национальных валют относительно доллара США.

Существенную роль динамике обменного курса Банк Бразилии придает и в рамках реализации курсовой политики. Монетарное правило Банка Бразилии помимо параметров отклонения фактической инфляции от целевого значения и разрыва выпуска включает, хотя и с меньшим весом, изменение динамики обменного курса бразильского реала. Предполагается, что ускорение темпов его обесценения на 1 п.п. приводит к увеличению ключевой ставки на 0,07 п.п. [36]. В результате, несмотря на существенное превышение фактической инфляцией

целевого ориентира, установленного на уровне 4,5% с допустимым симметричным отклонением на 2 п.п. (рисунок 14), ключевая процентная ставка Selic уже более года сохраняется на уровне 14,25% годовых<sup>8</sup>.

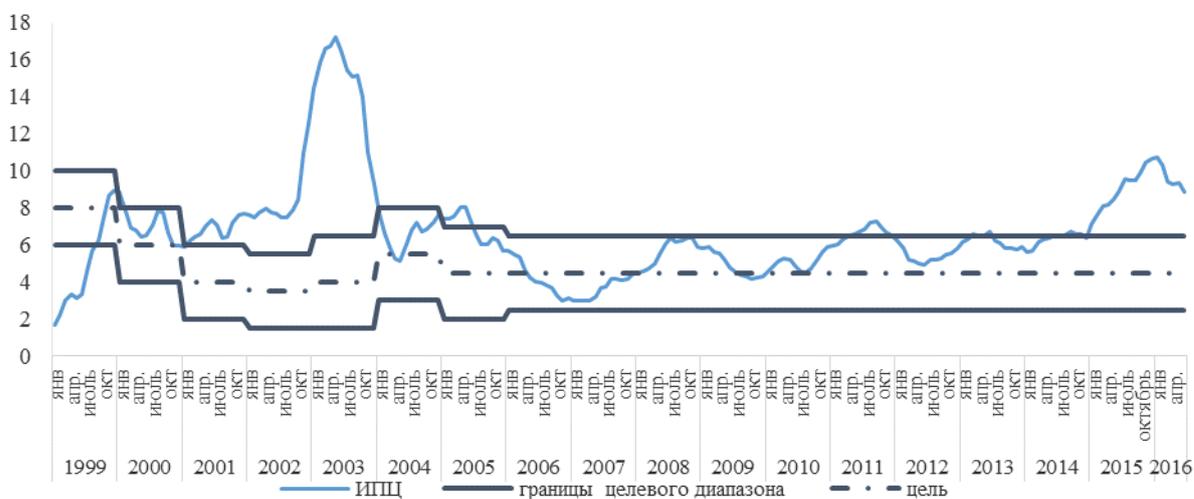


Рисунок 14 – Фактическая инфляция и целевые ориентиры Банка Бразилии

Источники: Банк Бразилии, <http://www.bcb.gov.br>, International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org)

С 2013 г. Банк Бразилии не проводил интервенций на внутреннем валютном рынке, а основным каналом предоставления валютной ликвидности экономическим агентам со стороны являются операции РЕПО в иностранной валюте (таблица 4).

Решение о возобновлении интервенций на внутреннем валютном рынке вследствие существенного повышения курсовой волатильности в 2015 г. было принято Банком Индонезии. Помимо этого регулятором был разработан пакет мер, направленных на стабилизацию внутреннего валютного рынка, а также усиление контроля за объемами денежного предложения и свободной ликвидности, номинированной как в национальной, так и в иностранной валюте [61]. С этой целью Банк Индонезии, во-первых, приступил к выпуску номинированных в долларах ценных бумаг, во-вторых, сократил срок выпускаемых Банком Индонезии сертификатов с 1 месяца до 1 недели. С целью привлечения валютной выручки экспортеров на внутренней валютный рынок был снижен налог на доходы,

<sup>8</sup> Решение о повышении ключевой процентной ставки до действующего уровня в 14,25% годовых было принято 30 июля 2015 г. /Review Of COPOM Meetings and Short-Term Interest Rates/<http://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Ingl/taxaSelic-i.asp>

возникающие вследствие ее курсовой переоценки при размещении средств на валютных счетах в банках или конвертации средств в национальную валюту в соответствии с требованиями законодательства. Повышен с 1 млн до 5 млн долл. максимальный размер форвардной сделки, осуществляемой одним экономическим агентом по предъявлению базового (минимального) набора документов.

После перехода к плавающему валютному курсу в августе 1997 г. Банк Индонезии сохранил свое присутствие на внутреннем валютном рынке. В качестве номинального якоря ДКП первоначально он использовал денежную базу в широком определении. Возвращение к принципам монетарного таргетирования регулятор обосновывал неразвитостью финансового рынка и слабостью ДКП, связанной с недостаточной прозрачностью, необходимостью внедрения «вперед смотрящих» принципов, основанных на оценке инфляционных ожиданий экономических агентов и формировании достоверных макроэкономических прогнозов.

Основная задача Банка Индонезии после отказа от фиксированного валютного курса в 1997 г. заключалась в восстановлении доверия экономических агентов к реализуемой ДКП. В этих условиях было принято решение о предоставлении испытывающим трудности банкам масштабного объема ликвидности. Рост денежного предложения Банка Индонезии, исчисленного по денежной базе в широком определении только за ноябрь 1997 г. – июль 1998 г. превысил 115%. Отток капитала в IV квартале 1997 г. достиг максимальной величины, превысив 8,5 млрд. долл. Индонезийская рупия обесценилась за 3 последних месяца 1997 г. обесценилась более чем на 30%, а в I квартале 1998 г. – 57,5% (рисунок 15).



Рисунок 15 – Направления финансовых потоков между внутренней экономикой и остальным миром, динамика обменного курса индонезийской рупии

Источники: International Monetary Fund, International Financial; Statistics, [www.imf.org](http://www.imf.org)

Возможность внедрения принципов инфляционного таргетирования непосредственно после отказа от таргетирования обменного курса в Индонезии ограничивалась также слабостью законодательной базы о центральном банке. В 1999 г. Банк Индонезии получает не только операционную независимость, но и независимость в части определения целей и задач регулятора. Этим законом утверждалась единственная цель Банка Индонезии, заключающаяся в обеспечении стабильности рупии, достигаемая посредством поддержания ценовой стабильности. Де-факто переход к инфляционному таргетированию Банком Индонезии был осуществлен в 2006 г. после ускорения фактической инфляции до 18% при целевом росте на 6% с допустимым симметричным отклонением на 1 п.п. Ответной реакцией регулятора стало повышение целевого ориентира на 2006 г. до 8%, сохранив допустимый диапазон отклонений (рисунок 16).

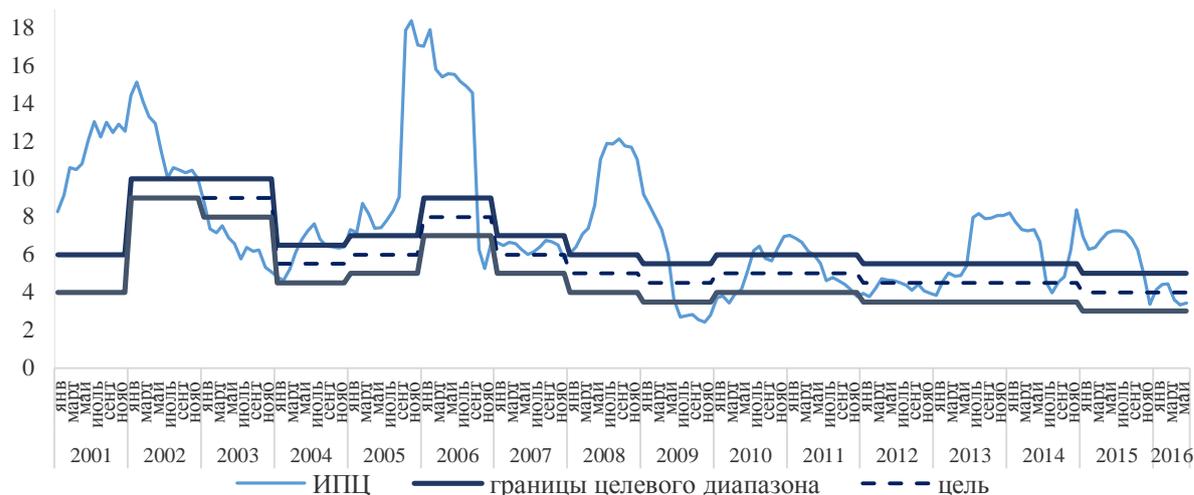


Рисунок 16 - Целевой диапазон и фактическая динамика потребительских цен в  
Индонезии

Источники: International Monetary Fund, International Financial; Statistics, [www.imf.org](http://www.imf.org), официальный сайт Банка Индонезии.

Неизменными основы реализуемой Банком Индонезии курсовой политики, заключавшиеся в проведении валютных интервенций в т.ч. в целях стабилизации обменного курса индонезийской рупии, оставались до 2010 г., после чего в ответ на существенное увеличение курсовой волатильности Банк Индонезии принял о необходимости внесения изменений в реализуемую курсовую политику, в т.ч. путем временного введения 2%-ного валютного коридора (таблица 5).

Таблица 5 – Курсовая политика Банка Индонезии

Год	Де-факто реализуемый режим валютного курса	Меры курсовой политики
1997 г.	де-юре свободно плавающий курс, де-факто - плавающий	Банк Индонезии сохранил право проведения валютных интервенций для достижения цели по инфляции или стабилизации обменного курса индонезийской рупии. При осуществлении интервенций он не устанавливает каких-либо целевых ориентиров по обменному курсу.
Июнь 2010 г.	стабилизационное соглашение	С июня 2010 г. по февраль 2011 г. динамика обменного курса не выходила за пределы 2%-ного коридора, без подтверждения регулятором соответствующих обязательств.
февраль 2011 г.	плавающий валютный курс	Де-факто реализуемый курсовой режим переклассифицирован вследствие повышения курсовой волатильности. 21 января приостановлено действие правила, позволявшего Банку Индонезии предоставлять валютную ликвидность компаниям за счет заключения спотовых сделок с банками.
июнь 2012 г.	скользящая привязка	С июня 2012 г. темпы обесценения индонезийской рупии де-факто было ограничено 2% коридором, что характерно для

		скользящей привязки. Банк Индонезии осуществляет не только фактические, но и словесные интервенции.
август 2013 г.	плавающий валютный курс	Проведение фактических и словесных валютных интервенций, но рост курсовой волатильности свидетельствует о повышении гибкости механизма курсообразования.
осень 2015 г.	плавающий валютный курс	Интервенции на спотовом и форвардном рынках, размещение номинированных в долларах облигаций с целью снижения курсовой волатильности.

Источники: официальный сайт Банка Индонезии, Alamsyah H., Joseph Ch., Agung, J., Zulverdy D. «Toward Implementation of inflation targeting in Indonesia», Bulletin of Indonesian Economic Studies, 2001; International Monetary Fund «Annual Report on Exchange arrangements and exchange restrictions», [www.imf.org](http://www.imf.org)

Современный период использования плавающего валютного курса в Турции начался после экономического кризиса 2001 года. В 2000 г. Турция использовала скользящую привязку турецкой лиры к корзине двух валют, Центральный банк Турецкой Республики (ЦБТР) намеревался осуществить постепенное повышение гибкости курсообразования и перейти к свободно плавающему курсу с 2003 года. Однако в феврале 2001 г. в Турции случился экономический кризис, и от прежней стабилизационной программы пришлось отказаться.

После кризиса ЦБТР начал внедрять режим плавающего валютного курса и объявил, что будет осуществлять валютные интервенции только в случае чрезмерной волатильности валютного курса, не влияя на равновесный уровень валютного курса в долгосрочном периоде. Три эпизода ограниченных валютных интервенций в 2002 г. показали, что центральный банк не таргетировал какой-либо уровень валютного курса. ЦБРТ начал проводить аукционы покупки иностранной валюты в апреле 2002 г., ориентируясь на стабильность валютного рынка, обратный процесс замещения валюты (увеличения доли турецкой лиры в портфеле) и убеждение, что солидный объем международных валютных резервов ведет к большей уверенности экономических агентов в политике центрального банка. ЦБРТ в пресс-релизах информировал об основах курсовой политики и об аукционах покупки иностранной валюты, подчеркивая отсутствие цели относительно обменного курса и тот факт, что курс национальной валюты определяется условиями спроса и предложения на рынке. Поскольку какой-либо целевой валютный курс не таргетируется, размер валютных резервов имеет значительно меньшее значение, чем в странах, где курс валюты фиксирован или не вполне гибок. Тем не менее, в странах

с развивающимся рынком, таких как Турция, прочная позиция международных валютных резервов имеет существенное значение для устранения неблагоприятных эффектов возможных внутренних и внешних шоков и для упрочения уверенности в национальной экономике [37]. Кроме того, принимая во внимание выплаты Казначейства по внешнему долгу и значительное место в обязательствах счетов по денежным переводам из-за границы, ЦБТР проводил аукционы покупки валюты для того, чтобы накапливать резервы в периоды, когда предложение валюты увеличивается в сравнении со спросом на нее.

Экономические изменения, последовавшие за кризисом 2001 г., позволили достичь макроэкономической стабилизации и способствовали сокращению долларизации. Благоприятные изменения в платежном балансе способствовали увеличению предложения иностранной валюты в экономике. В январе 2002 г. ЦБТР объявил о намерениях отказаться от своей посреднической функции на рынке иностранной валюты с целью создания условий, когда участники рынка будут принимать на себя все риски по сделкам [37]. В этих условиях ЦБТР, начиная с 1 апреля 2002 г., покупал валюту на аукционах, о сроках и условиях которых заблаговременно уведомлял.

В 2006 г. ЦБТР перешел к инфляционному таргетированию. В этой связи он еще раз артикулировал свой подход в осуществлении режима плавающего курса валюты. Этот подход отличает следующая особенность. ЦБТР считает важным иметь «сильную валютную позицию» для обеспечения уверенности экономических агентов в реализуемой ДКП, для погашения Казначейством внешнего долга страны и для постепенного сокращения доли обязательств по счетам денежных переводов граждан Турции, работающих за рубежом, в обязательствах ЦБТР. В целях увеличения международных резервов ЦБТР проводит аукционы покупки иностранной валюты в периоды, когда предложение валюты превышает спрос на нее. Цель валютных аукционов не заключается в таргетировании валютного курса и организуются так, чтобы минимизировать их влияние на внутренний валютный рынок и курс валюты. С этой целью условия и расписание аукционов покупки валюты объявляются заранее. Кроме того, в периоды чрезмерно высокой волатильности курса турецкой лиры ЦБТР осуществляет прямые валютные интервенции, которые могут осуществляться в любом из направлений [38]. В 2011 г. и позже в результате ряда событий на глобальных финансовых рынках изменилась

ситуация на валютном рынке Турции. ЦБТР стал проводить аукционы продажи иностранной валюты (таблица 6).

Таблица 6 - Покупка и продажа иностранной валюты на аукционах и прямые интервенции ЦБТР, млн. долл. США

Период	Аукционы покупки/продажи валюты		Прямые валютные интервенции	
	Объем покупок	Объем продаж	Покупка валюты	Продажа валюты
2002	795	0	16	12
2003	5652	0	4229	0
2004	4104	0	1283	9
2005	7442	0	14565	0
2006	4296	1000	5441	2105
2007	9906	0	0	0
2008	7584	100	0	0
2009	4314	900	0	0
2010	14865	0	0	0
2011	6450	11210	0	2390
2012	0	1450	0	1 006
2013	0	17610	0	0
2014	0	10439	0	3151
2015	0	12366	0	0
1-е п/г 2016	0	3400	0	0

Источник: Центральный банк Турецкой республики.

После мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. ЦБТР сформировал новый набор мер политики, нацеленный на противодействие рискам финансовой стабильности, который стал осуществляться, начиная с последнего квартала 2010 года. Активно использовались резервные требования, меры регулирования ликвидности, асимметричный процентный коридор и, позже, механизм опционирования обязательных резервов (reserve option mechanism, ROM) [39]. Процентный коридор рассматривается ЦБРТ как средство, чтобы сгладить колебания в предложении фондов в иностранной валюте, а ROM – как средство, чтобы уменьшить чувствительность равновесного валютного курса к изменению предложения таких фондов. В отличие от процентного коридора ROM работает посредством воздействия на спрос на иностранную валюту. Кредитные организации при создании обязательных резервов по обязательствам, номинированным в турецкой лире, имеют право формировать их в иностранной валюте вместо национальной валюты. Таким образом, когда на глобальных финансовых рынках повышается аппетит к риску, и возрастает приток капитала в страну, фондирование в иностранной валюте оказывается более выгодным, чем в национальной. При оттоке

капитала из страны кредитные организации воспользуются иностранной валютой из обязательных резервов, заместив ее в резервах национальной валютой. Такое поведение снижает спрос на иностранную валюту и уменьшает чувствительность равновесного обменного курса к сдвигам в предложении валюты. Таким образом, механизм опционирования обязательных резервов, как считают в ЦБТР, снижает волатильность валютного курса, позволяя в «дружественной рынку» манере сглаживать колебания валютного курса путем изменения эффективного рыночного спроса на иностранную валюту. Благодаря этому механизму колебания в предложении иностранной валюты теперь влекут за собой меньшие изменения в валютном курсе. Новые меры позволили ЦБТР достичь поставленных целей: избежать переоцененности турецкой лиры и излишней волатильности курса валюты [39].

До мирового финансового кризиса ЦБТР в основном покупал иностранную валюту для пополнения резервов, а после 2011 г., в изменившихся условиях ЦБТР продавал иностранную валюту в значительных объемах. На величину иностранных активов в балансе ЦБТР воздействуют, помимо прямых валютных интервенций и продажи/ покупки иностранной валюты на аукционах такие операции, как экспортные переучетные кредиты (export rediscount credits) и продажа валюты государственным предприятиям – импортерам энергоносителей (FX sales to energy-importing SOEs). С 2002 г. по конец ноября 2015 г. экспортные переучетные кредиты добавили к валютным резервам ЦБТР 52,3 млрд долл. За тот же период ЦБТР приобрел (на чистой основе) на аукционах и в прямых валютных интервенциях 29,1 млрд долл. и продал государственным импортерам энергоносителей 11,2 млрд долл. [40].

По мнению МВФ, операционные основы денежно-кредитной политики ЦБТР были слишком усложненными и не давали четкого сигнала о направленности ДКП, не говоря уже о том, что политика не была достаточной жесткой, учитывая превышение инфляцией цели по инфляции [41]. Однако регулятор еще в августе 2015 г. принял программу «нормализации» реализуемой ДКП с целью совершенствования ее основ и исходя из предстоящей нормализации ДКП в США. Эта программа получила название «Дорожной карты на период нормализации ДКП в мире» [42]. ЦБТР несколько раз понижал процентную ставку по операциям постоянного действия, осуществляя тем самым сужение процентного коридора, а

также упростил залоговые правила, увеличил лимиты операций для кредитных организаций на валютном и банкнотном рынках и добавил гибкости условиям аукционов продажи иностранной валюты, увеличив дневные лимиты. Депозиты в иностранной валюте стали приниматься в обеспечение в операциях, номинированных в турецкой лире. ЦБРТ намерен сделать процентный коридор по своим операциям более симметричным. Однако, ссылаясь на возросшие волатильность и неопределенность на мировых финансовых рынках, он замедлил реализацию «дорожной карты» [41].

В последние годы ЦБТР продавал иностранную валюту на аукционах и прямых валютных интервенциях, а также государственным предприятиям, импортирующим энергетические ресурсы. Уменьшение международных резервов Турции дало основание МВФ в апреле 2016 г. заключить, что их достаточность понизилась с 95% показателя достаточности резервов (Assessing Reserve Adequacy, ARA EM) в конце 2014 г. до 86% в конце 2015 г. [41], в октябре 2016 г. этот индикатор составил уже 92% (рассчитано по данным Приложение 2).

Композитный индикатор ARA EM разработан МВФ для оценки достаточности международных резервов развивающихся стран в рамках консультаций по IV статье Устава МВФ. Его значение, определяющее верхнюю границу рекомендуемого интервала достаточности резервов, рассчитывается по формуле [78]:

$$\text{ARA EM} = 1,5 \cdot (0,05 \text{ЭТУ} + 0,05 \text{M2X} + 0,3 \text{ВД} + 0,15 \text{ДПО}), \text{ где} \quad (3)$$

ЭТУ — экспорт товаров и услуг за предыдущие 12 месяцев;

M2X — широкая денежная масса;

ВД — платежи по внешнему долгу в предстоящие 12 месяцев;

ДПО — долгосрочные портфельные обязательства.

Композитный индикатор достаточности международных резервов учитывает совокупность рисков для стран с развивающимися рынками и характеризует величину резервов, достаточную для финансирования оттока средств при их реализации. В серии документов МВФ 2011, 2013 и 2015 годов была предложена методология оценки достаточности международных резервов, дополняющая традиционный подход (основанный, например, на сравнении резервов с трехмесячным объемом импорта или краткосрочным долгом страны). МВФ

рекомендует развивающимся странам в целях предосторожности иметь международные резервы в объеме 100-150% композитного индикатора достаточности резервов АРА ЕМ. В Турция величина международных резервов меньше рекомендуемой величины.

Меньше рекомендуемого МВФ значения величина международных резервов в ЮАР, применяющей плавающий курс с 2000 г. До того момента действовали привязки к фунту стерлингов, доллару США. Более того в 1979-1982 гг. и в 1985-1995 гг. использовалась «двойственная системы обменного курса»: по текущим операциям платежного баланса применялся «торговый» рэнд, находившийся в управляемом плавании; по финансовым - «финансовый» рэнд с плавающим курсом (таблица 7).

Таблица 7 – Режимы курсовой политики ЮАР

Периоды	Режимы валютного курса
1961 (1 кв.) – 1971 (2 кв.)	Привязка к фиксированному фунту стерлингов
1971 (3 кв.) – 1974 (2 кв.)	Эпизоды привязки к доллару США или фунту стерлингов
1974 (3 кв.) – 1975 (2 кв.)	«Контролируемое независимое плавание»: девальвация каждые несколько недель
1975 (3 кв.) – 1979 (1 кв.)	Фиксированный режим: привязка к доллару США
1979 (2 кв.) – 1982 (4 кв.)	Двойственная система обменного курса: управляемое плавание торгового рэнда и плавающий финансовый рэнд
1983 (1 кв.) – 1985 (3 кв.)	Унификация двух курсов в управляемо-плавающий рэнд
1985 (4 кв.) – 1995 (1 кв.)	Возвращение к двойственной системе
1995 (1 кв.) –	Унификация курсов и управляемое плавание рэнда; свободное плавание с 2000 года

Источник: Aron J., J.Muellbauer, “Interest Rate Effects on Output: Evidence from a GDP Forecasting Model for South Africa”, IMF Staff Papers, Vol. 49, Special Issue 2002.

В феврале 2000 г. монетарные власти ЮАР перешли и к инфляционному таргетированию. Однако, по мнению регулятора, режим плавающего курса не означает, что таргетирующий инфляцию центральный банк не должен уделять внимание движению валютного курса или должен уделять внимание лишь в малой степени. Решение о направленности политики зависит от экономической ситуации. Если экономический рост близок к потенциальному, и инфляция выше целевой, нет необходимости реагировать на укрепление валюты, но если валюта обесценивается в таких условиях, то целесообразнее повысить процентные ставки [43].

Переход к режиму плавающего валютного курса существенным образом повлиял на то, как по-разному ЮАР перенесла два валютных кризиса: в 1998 г. и 2001 г. В апреле-августе 1998 г. рэнд обесценился в номинальном выражении на 28% против доллара США. Это сопровождалось увеличением на 700 б.п. краткосрочных процентных ставок и долгосрочной доходности облигаций, в то время как спреды доходности суверенных облигаций, номинированных в долларах США, возросли на 400 б.п. Цены акций упали на 40%; в III квартале 1998 г. сократился выпуск продукции (квартал к кварталу). Валютный кризис 2001 года имел другие последствия: рэнд обесценился по отношению к доллару в номинальном выражении на 26%, но краткосрочные процентные ставки оставались стабильными, долгосрочные доходности облигаций увеличились менее чем на 100 б.п., спреды по суверенным облигациям, номинированным в долларах США, сократились на 40 б.п., цены акций выросли на 28%, реальный ВВП увеличился. Различия последствий обесценения валюты могут быть частично объяснены особенностями курсовой политики. В 1998 г. политика валютных интервенций Резервного банка ЮАР – и с помощью валютных резервов, и с помощью краткосрочных процентных ставок – усилила макроэкономические последствия кризиса. В 2001 г. при плавающем курсе удалось избежать тяжелых макроэкономических последствий [44].

Экономика ЮАР устойчиво развивалась в середине 2000-х годов. Благоприятные внешние условия и высокий внутренний спрос способствовали тому, что среднегодовой темп прироста ВВП в 2004-2007 гг. составил 5%, удалось снизить (очень высокую) безработицу на 5 п.п. В период мирового кризиса ЮАР пережила первую после 1992 г. рецессию, однако уже в середине 2009 г. валютный курс вернулся к уровню сентября 2008 г. и даже превысил его, так что МВФ уже оценивал его как слегка завышенный в июньском 2009 г. отчете [45].

Очередным испытанием для национальной валюты ЮАР стало повышение в мае 2013 г. рисков, связанных с грядущим сворачиванием антикризисных мер ФРС США. В этих условиях в ЮАР приток портфельных инвестиций сначала замедлился, а затем сменился оттоком капитала. Курс рэнда снижался, но Резервный банк не прибегал к валютным интервенциям. Это позволило миссии МВФ сделать вывод, что «южноафриканский режим валютного курса является одним из самых гибких среди стран с развивающимися рынками, а валютные интервенции редки» [46].

Резервный банк ЮАР накапливает международные резервы в периоды притока капитала, когда рэнд испытывает сильное давление в сторону укрепления, и воздерживается от валютных интервенций, направленных на противодействие ослаблению рэнда в периоды оттока капитала. Однако его участие в процессе курсообразования возможно только той мере, в которой оно не препятствует достижению целевой инфляции в пределах 3-6%.

Таким образом, как показывает практика, центральные банки, придерживающиеся инфляционного таргетирования, сохраняют участие в процессе курсообразования. И если в рамках свободно плавающего режима курсообразования данная мера рассматривается в качестве экстраординарной и применяется при значимом отклонении обменного курса от фундаментально обоснованной траектории, то плавающий курс допускает регулярное присутствие монетарных властей на внутреннем валютном рынке. Принципиальным является первостепенность цели по инфляции, что не допускает формирования каких-либо целевых ориентиров динамики или уровня обменного курса. Не противоречит принципам плавающего валютного курса и активно используются центральными банками косвенные механизмы регулирования валютного рынка, в т.ч. проведение операций валютного рефинансирования: сделок «валютный своп» и операций РЕПО в иностранной валюте.

## 2.2 Макроэкономические условия и последствия перехода к плавающим валютным курсам

Повышение гибкости курсообразования в развивающихся странах было спровоцировано усилением чистого притока иностранной валюты, первый пик которого пришелся на середину 1980-х, второй – на начало 1990-х гг. В 1995 г. чистый приток частного капитала в развивающиеся страны возрос до 3,3% ВВП, тогда как на протяжении предыдущих десяти лет суммарная величина абсолютных значений сальдо операций негосударственного сектора с нерезидентами составляла 1% ВВП (рисунок 17). Высокую волатильность финансовых поступлений в развивающиеся страны подтверждают также изменения сальдо финансового счета платежных балансов развитых стран (рисунок 18).

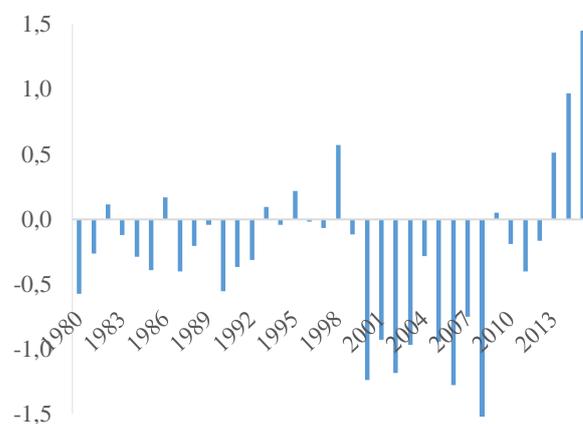
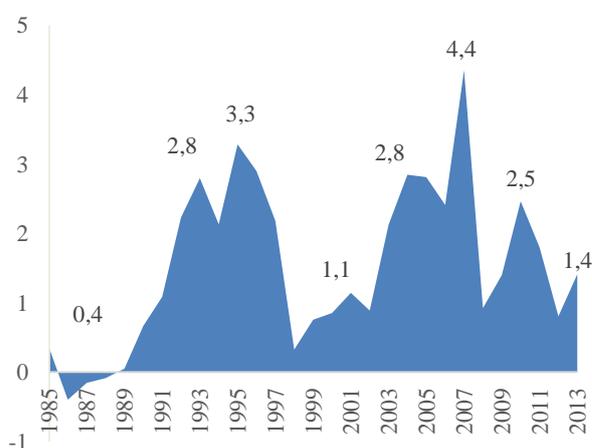


Рисунок 17 – Чистый приток/отток частного капитала, % ВВП

Рисунок 18 – Сальдо финансового счета платежного баланса развитых стран, % ВВП

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов.

С масштабным продолжительным чистым притоком капитала в тот период столкнулись: Аргентина, Бразилия, Индия, Индонезия, Колумбия, Коста-Рика, Египет, Гонконг, Мексика, Польша, Румыния Турция, Чили, ЮАР. В 1999 г. относительная величина долговой нагрузки в развивающихся странах достигла исторического максимума в 39,8% ВВП. Дополнительные макроэкономические риски для большинства развивающихся стран, и в особенности специализирующихся на экспорте сырьевых ресурсов были спровоцированы ухудшением условий торговли. При этом если в 1980-х гг. наихудшими для

развивающихся стран оказались 1986 г. и 1988 г., когда условия торговли для этой группы стран ухудшились на 17,8% и 4,8%, то в 1990-х гг. негативный эффект преобладал на протяжении большей части десятилетия (рисунок 19).

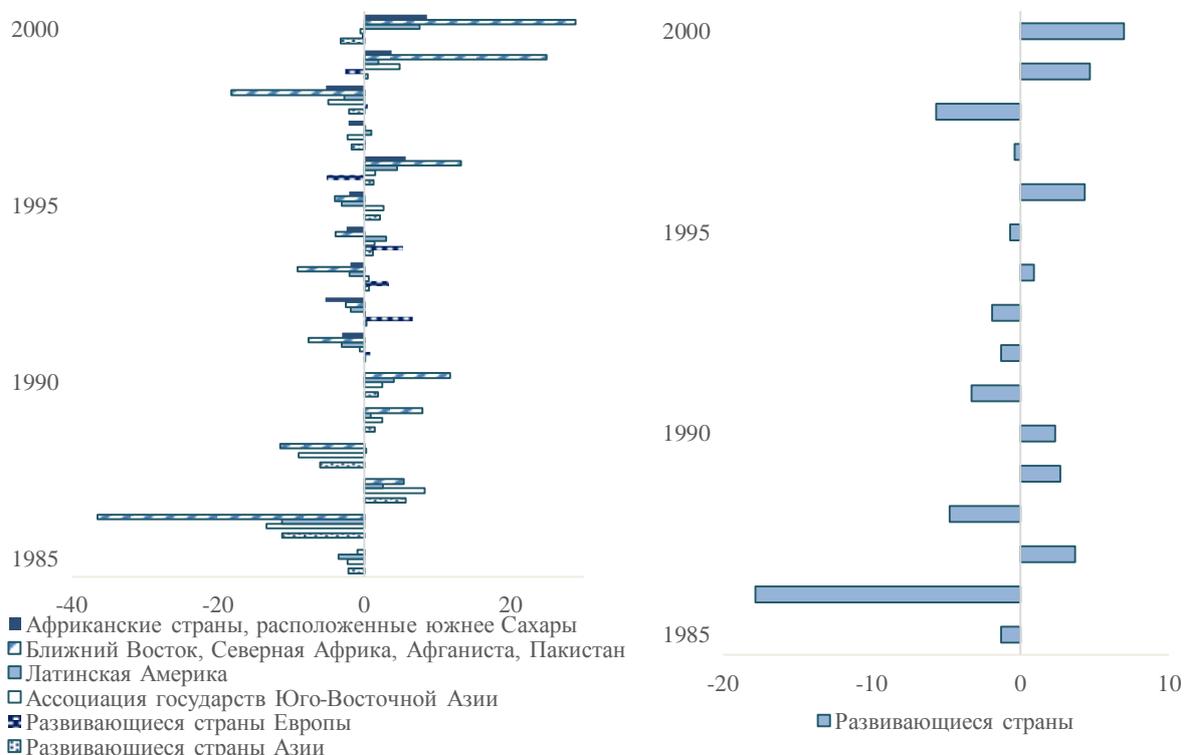


Рисунок 19 – Изменение условий торговли, в %

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

Решение об отказе монетарных властей от участия в процессе курсообразования в большинстве случаев было принято только по прошествии череды валютных и финансовых кризисов, сопровождавшихся значимым обесценением национальных валют в номинальном выражении. В этих условиях переход к гибким режимам курсообразования осуществили монетарные власти Мексики, Таиланда, Индонезии, Бразилии, Колумбии, Чили (таблица 8).

Таблица 8 – Отдельные характеристики макроэкономического развития развивающихся стран при переходе к плавающему курсу\*.

	Год переход а	ВВП				Среднегодовой обменный курс, темп прироста, %							
		темп прироста, %				номинальный				реальный			
		средняя за (t-5) лет	t-1	t	t+1	средняя за (t-5) лет	t-1	t	t+1	средняя за (t-5) лет	t-1	t	t+1
Бразилия	1999	3,1	0,0	0,3	4,3	-49,5	-7,1	-36,0	-0,8	3,7	-2,8	-33,5	7,7
Колумбия	1999	2,7	-13,1	0,8	4,9	-9,6	-20,0	-18,8	-15,9	5,9	-6,2	-9,3	-8,4
Индонезия	1997	7,3	7,8	4,7	-13,1	-3,6	-4,0	-19,5	-70,9	н/д	н/д	н/д	н/д
Мексика	1995	3,9	4,7	-5,8	5,9	-6,1	-7,7	-47,4	-15,5	4,6	-4,1	-32,8	12,3
Перу	2002	10,4	0,2	4,9	4,0	-30,0	-0,5	-0,3	1,1	н/д	н/д	н/д	н/д
Польша	2000	7,9	4,5	4,3	1,2	-10,5	-12,4	-8,7	6,2	4,5	-3,1	10,0	12,6
Россия	2014	1,0	1,3	0,6	-3,7	-4,8	0,0	-17,0	-37,0	2,0	1,8	-8,5	-17,4
Чили	1999	7,0	4,1	-0,5	5,1	-2,6	-8,9	-9,5	-5,7	3,4	-1,8	-4,7	-0,9
ЮАР	2000	2,6	2,4	4,2	2,7	-10,3	-9,5	-12,0	-19,4	-3,9	-5,4	-3,3	-11,7
Таиланд	1997	8,1	5,9	-1,4	-10,5	0,1	-1,7	-19,2	-24,2	н/д	н/д	н/д	н/д
Турция	2001	4,2	6,8	-5,7	6,2	-40,7	-33,0	-49,0	-18,7	н/д	н/д	н/д	н/д

t – год, когда был осуществлен переход к плавающему валютному курсу

\* - знак "-" - означает обесценение национальной валюты, "+" - укрепление

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

Особенности макроэкономического развития стран с гибкими режимами курсообразования проявились в период азиатского, а затем российского кризисов 1997-1998 гг. К их числу правомерно отнести высокую волатильность обменного курса и процентных ставок при незначимых колебаниях международных резервов. В странах с плавающими валютными курсами наибольшая курсовая волатильность в 1998 г. была характерна для таиландского бата (11,5%), ключевых процентных ставок – центральных банков Мексики и Чили (28,8% и 28,5% соответственно) (таблица 9).

Таблица 9 – Волатильность процентных ставок, динамики международных резервов и номинального обменного курса в развивающихся странах в 1998 г.

	процентные ставки	международные резервы	номинальный обменный курс доллара
Гибкая курсовая политика			
Мексика	28,8	3,6	8,1
Таиланд	9,6	4,1	11,5
Чили	28,5	3,3	1,8
Справочно:			
Великобритания	4,4	2,7	1,2
США	3,3	2,3	-

Фиксированный курс			
Бразилия	9,1	12,8	2,4
Китай	10,0	0,6	0,0
Колумбия	12,3	4,8	6,6
Малайзия	12,4	4,6	5,6
Польша	9,1	4,4	2,9
Южная Африка	13,5	6,8	9,6
Переход от фиксированного курса в пользу более гибкого курсообразования в период кризиса			
Индонезия	12,2	6,0	21,6
Россия	15,8	17,5	54,9

Источник: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

Наиболее существенным повышением волатильности всех рассматриваемых показателей оказалось в странах, повысивших гибкость курсообразования в период кризисов. Так, например, в 1998 г. среднемесячная волатильность обменного курса индонезийской рупии, формируемого с 1997 г. в рамках плавающего режима, превысила 21,6%, динамика международных резервов 6,0% (таблица 9).

Однако, как свидетельствует мировая практика, в развивающихся странах вне зависимости от выбранного режима, как правило, волатильность всех рассматриваемых показателей выше чем в развитых. Подверженность развивающихся стран различным шокам, находящимся вне компетенции монетарных властей, является одной из причин того, что центральные банки сохраняют свое участие в процессе курсообразования и в т.ч. после перехода к плавающим режимам, проводя валютные интервенции и осуществляя валютное рефинансирование кредитных организаций, сглаживая тем самым чрезмерные курсовые колебания. Справедливо это и для центральных банков, принявших решение о переходе к более гибким режимам курсообразования уже в 2000-х гг., как, например, для Банка Польши, Резервного банка ЮАР, Банков Турции и Перу.

Целью валютных интервенций центральных банков развивающихся стран, придерживающихся плавающих режимов курсообразования, может выступать необходимость поддержания макроэкономической или финансовой стабильности, риски для которых связаны с:

1. чрезмерной курсовой волатильностью и риском снижения ликвидности внутреннего валютного рынка;
2. резким сокращением притока иностранного капитала;

### 3. необходимостью пополнения валютных резервов.

Накопление и поддержание валютных резервов на достаточном, согласно мировым стандартам, уровне, для развивающихся стран является необходимым условием получения доступа к международному финансовому рынку и снижения стоимости заимствований. Помимо этого для таргетирующих инфляцию стран стремительное обесценение национальной валюты, усиливающее инфляционные риски, требует наличия достаточного объема валютных резервов для противодействия отклонениям обменного курса от фундаментально обоснованного уровня.

Проведя валютные интервенции монетарные власти, придерживающиеся плавающих обменных курсов, используют два подхода. Первой подход предполагает установление качественных параметров, позволяющих регулятору пополнить валютные резервы путем прямого приобретения иностранной валюты на спотовом/форвардном рынках или размещения пут-опционов, дающих право продать иностранную валюту регулятору при достижении оговоренных условий. Валютные операции по прямой продаже/покупке иностранной валюты центральные банки, как правило, осуществляют на наиболее ликвидном спотовом валютном рынке. Подобная практика была задействована Банком Чили, когда в целях пополнения валютных резервов в апреле 2008 г. и в январе 2011 г. регулятор проводил аукционы по приобретению долларов США в заранее установленных объемах. Пут-опционы размещали, например, Банк Мексики в феврале 2010 г. и Банк Колумбии. Реже интервенции проводят на форвардном валютном рынке: монетарные власти Таиланда в 1997 г. [47], Индии [48] и Индонезии [49].

Второй подход используется центральными банками при проведении валютных интервенций с целью ослабления курсовой волатильности и заключается в установлении так называемого количественного правила, предполагающего определение не только объемов и периодичности проведения интервенций, но и некоего «валютного коридора», в рамках которого центральный банк сохраняет толерантность по отношению к курсовым колебаниям. Подобный подход был задействован, например, центральным банком Колумбии в 1999 г. и октябре 2009 г.

Отличительная особенность интервенций, проводимых центральными банками, таргетирующими инфляцию, заключается в публичном анонсировании конкретных правил, сроков и условий проведения операций на внутреннем

валютном рынке. Это снизило вероятность спекулятивных атак на валютном рынке и рассматривается в качестве обязательного условия эффективности интервенционной политики [50]. При проведении интервенций в целях пополнения валютных резервов центральные банки объявляют не только оптимальный с учетом структурных особенностей экономики их уровень, но и временной интервал, в течение которого он будет достигнут, а также макроэкономические риски, для нивелирования которых центральный банк планирует задействовать валютные резервы [74]. Аналогичный подход используется и в случае реализации интервенций в целях снижения избыточной волатильности. Учитывая, что подобная практика создает иллюзию устойчивости валютного рынка и снижает потребность в хеджировании валютных рисков хозяйствующими субъектами, данный аспект нередко приводят в качестве контраргумента противники вмешательства центральных банков в процесс курсообразования в рамках плавающих валютных курсов.

Валютные интервенции в качестве экстраординарной меры используют и центральные банки развитых стран, придерживающиеся плавающих режимов курсообразования. Так, например, в 2011 г. после разрушительного цунами к проведению валютных интервенций прибегнул Банк Японии. Более того в целях поддержания обменного курса японской иены и сдерживания напряженности на мировом валютном рынке в марте 2011 г. ФРС США, ЕЦБ, Банками Канады и Англии была проведена совместная валютная интервенция.

В посткризисный период при повышении курсовой волатильности и укреплении национальных валют к проведению интервенций прибегли и монетарные власти развитых стран. Банком Швейцарии в 2011 г. была обозначена верхняя граница коридора толерантности, при превышении которой регулятор был готов к проведению валютных интервенций, а де-факто применяемый страной режим курсообразования МВФ был отнесен к категории управляемых плавающих валютных курсов. Ассиметричный валютный коридор, при выходе за верхнюю границу которого регулятор возобновлял валютные интервенции, в 2013 г. обозначил Банк Чехии.

Помимо прямых валютных интервенций монетарные власти развивающихся стран, придерживающиеся инфляционного таргетирования, активно задействуют косвенные методы регулирования курсовых процессов. Речь идет не только об

изменении ключевой процентной ставки в ответ на резкие фундаментально не обоснованные колебания обменного курса национальной валюты, но и о проведении сделок валютный своп и аукционов РЕПО в иностранной валюте. Подобная практика применялась также в Чили, Польше, Бразилии, Венгрии, Корее.

Активное участие монетарных властей в процессе курсообразования, хотя и не противоречит принципам формирования плавающих валютных курсов, как показывает практика, не позволяет в полной мере проявиться преимуществам данного режима курсовой политики. Отказ монетарных властей от фиксированных режимов курсообразования в большинстве случаев сопровождался значимыми изменениями не только относительной величины сальдо финансового счета (без учета резервных активов), но и направлений финансовых потоков между секторами национальной экономики и остальным миром. В год перехода к плавающему валютному курсу в Колумбии и Турции сформировалось положительное сальдо финансового счета соответственно в размере 0,6% ВВП и 1,9% ВВП. В Индонезии положительная величина сформировалась только по прошествии года после изменения курсовой политики в 1998 г. В настоящее время в большинстве случаев средние величины сальдо финансового счета платежных балансов вновь приблизились к исходному уровню (таблица 10).

Таблица 10 – Относительная величина сальдо финансового счета платежного баланса отдельных развивающихся стран

Страна	Год перехода к плавающему режиму	Сальдо финансового счета (без учета резервных активов), в % ВВП				
		среднее за 5 лет, предшествовавших переходу к плавающему курсу	t-1	t	t+1	2011-2015
Бразилия	1999	-2,9	-2,4	-1,4	-4,6	-4,1
Колумбия	1999	-5,1	-3,4	0,6	0,0	-5,3
Индонезия*	1997	-4,0	-4,8	0,3	10,1	-3,1
Мексика	1995	-6,2	-3,8	3,7	-4,0	-4,4
Перу*	2002	-3,8	-2,9	-3,5	-1,3	-6,5
Польша	2000	-5,9	-6,2	-6,0	-1,7	-2,4
Россия	2014	2,2	2,2	7,0	5,4	-
Чили	1999	-6,1	-2,4	-0,3	-1,0	-1,4
Таиланд	1998	-6,8	8,0	12,6	9,0	1,7
Турция	2001	-2,3	-3,2	7,4	-0,5	-6,7

\* знак "+" означает отток капитала, "-" - чистый приток; серым фоном выделены страны, в которых переход к плавающему курсу сопровождался изменением направлений финансовых потоков.

Источники: International Monetary Fund, International Financial Statistics, [www.imf.org](http://www.imf.org), расчеты авторов

Вышеуказанных проблем избежали развивающиеся страны, центральные банки которых де-факто минимизировали свое участие в процессе курсообразования. Относительная величина сальдо финансового счета в Польше сократилась с -5,9% ВВП в среднем в 1995-1999 гг. до -2,4% в 2011-2015 гг., в Мексике – с -6,2% ВВП в 1990-1994 гг. до -4,4% ВВП в 2011-2015 гг. Наиболее существенно с -6,1% ВВП до -1,4% ВВП соответственно в 1994-1998 гг. и 2011-2015 гг. снизилась средняя величина сальдо финансового счета в Чили.

Придерживаясь свободно плавающих валютных курсов, центральные банки более строго задают и целевой инфляционный ориентир: минимальная средняя ширина целевого диапазона в 1,5 п.п. характерна для Мексики, наибольшая – 1,8 п.п. для Польши. Однако в этих странах фактическая инфляция от целевого значения отклоняется чаще, хотя на меньшую величину (1,2-1,4 п.п.). Для сравнения в странах с плавающими валютными курсами максимальная средняя ширина целевого диапазона составляет 4,2 п.п. В Бразилии в 1999-2016 гг. целевой ориентир не был достигнут в 40 случаях, в Чили за аналогичный период времени – в 65 случаях.

Фактический отказ монетарных властей от участия в процессе курсообразования не является достаточным условием эффективного инфляционного таргетирования и достижения целевых ориентиров. Подтверждением этому служит опыт развитых стран, придерживающихся свободно плавающего обменного курса: в Канаде фактическая инфляция от целевого ориентира отклонялась в 31 случае, в Новой Зеландии – в 39 случаях. При этом речь идет об отклонении фактической инфляции от целевого ориентира в среднем на 0,6 п.п. и 0,8 п.п. соответственно.

Однако курсовая политика центральных банков развивающихся стран, придерживающихся плавающих валютных курсов, становится все более толерантной по отношению к курсовым колебаниям, что обусловлено [51]:

1. повышением устойчивости национальных экономик к внешним шокам и доверия экономических агентов реализуемой ДКП, развитием ее инструментария;
2. приближением фактического обменного курса к его равновесному значению (следствие отказа от различных форм фиксации обменного курса), а,

соответственно, ослаблением дисбалансов платежного баланса, в т.ч. за счет сокращения притока спекулятивного капитала;

3. высокими издержками, связанными с реализацией валютных интервенций и снижением их эффективности по мере развития финансового сектора и увеличения финансового рынка.

Придерживаясь плавающего валютного курса, допускающего участие в процессе курсообразования, первоочередной целью центральных банков, таргетирующих инфляцию, остается достижение и поддержание ценовой стабильности. Особенности реализуемой курсовой политики учитываются при установлении целевых инфляционных ориентиров, предусматривая более широкий диапазон. В результате частота отклонений фактических темпов роста потребительских цен от целевых в этих странах, как правило, меньше, чем в странах со свободно плавающим обменным курсом. Таким образом, фактический отказ монетарных властей от участия в процессе курсообразования не является достаточным условием эффективного инфляционного таргетирования и поддержания ценовой стабильности, выражающегося в достижении целевых значений инфляций.

### **3 Трансформация курсовой политики Банка России**

Последовательное повышение гибкости курсообразования было инициировано Банком России после августовского кризиса 1998 г., когда 2 сентября регулятор отказался от поддержания фиксированного курса рубля. Следующим значимым этапом стал переход Банка России к использованию с 1 февраля 2005 г. в качестве операционного ориентира реализуемой курсовой политики рублевой стоимости бивалютной корзины, формируемой обменными курсами доллара и евро. Первоначально в ее структуре на долю евро приходилось только 10%, а уже спустя два года в феврале 2007 г. она была доведена до 45%. В 2005 г. переход гибкому механизму курсообразования был обозначен Банком России в качестве перспективной задачи [52]. Де-факто обменный курс российского рубля оставался фиксированным и на протяжении 2000-х гг.: сначала по отношению к доллару США, затем – к рублевой стоимости бивалютной корзины.

В условиях масштабного притока иностранной валюты Банк России проводил масштабные валютные интервенции, объем которых возрастал по мере увеличения поступлений по счету текущих операций и финансовому счету. Абсолютного максимума в 598,1 млрд долл., что соответствовало 14 месяцам импорта, международные резервы Банка России достигли в начале августа 2008 г.

Кардинально курсовая политика Банка России была изменена в период мирового кризиса. В феврале 2009 г. был введен плавающий операционный внутрисуточный коридор, границы которого корректировались в зависимости от объема совершаемых регулятором валютных интервенций, что позволило сократить объемы продаж валютных резервов и даже приступить к их наращиванию уже во II квартале 2009 г.

В дальнейшем регулятор последовательно расширял границы операционного интервала, изменяя величину накопленных интервенций, приводящую к их автоматическому сдвигу, а уже октябре 2010 г. отказался от использования фиксированных границ изменения рублевой стоимости бивалютной корзины. С этого момента цели реализуемых Банком России валютных интервенций заключались в сглаживании чрезмерных колебаний обменного курса российского рубля, не препятствуя его движению в рамках фундаментально обоснованной траектории.

В 2012 г. был выделен «нейтральный диапазон», в рамках которого регулятор не осуществлял валютных интервенций. Дальнейшая корректировка механизма курсообразования Банком России осуществлялась по двум направлениям: во-первых, это расширение границ «нейтрального диапазона» и последовательное сокращение регулярных интервенций, и, во-вторых, техническая подстройка действовавшего механизма курсообразования к операциям, проводимым на внутреннем валютном рынке Федеральным казначейством с тем, чтобы обеспечить их нейтральность по отношению к параметрам изменения российского рубля и стабильность внутреннего валютного рынка. В этой связи в начале октября 2013 г. Банк России ввел механизм, позволяющий корректировать объемы проводимых им операций по покупке/продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке на величину, эквивалентную объему операций, реализуемых Федеральным казначейством [53].

Завершающим этапом перехода к плавающему режиму курсообразования стало упразднение 10 ноября 2014 г. действовавшего внутрисуточного операционного интервала изменений рублевой стоимости бивалютной корзины и отказ от проведения регулярных валютных интервенций. Банк России сохранил за собой право проведения операций на внутреннем валютном рынке на возвратной основе, а также валютных интервенций в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

Изменение Банком России курсовой политики, ее целей и механизмов реализации завершило переход Банка России к инфляционному таргетированию - достижение ценовой стабильности, выражающееся в замедлении динамики потребительских цен до 4% из расчета декабрь к декабрю, стало основной задачей регулятора. В результате 10 ноября 2014 г. рассматривается МВФ как официальная дата перехода Банка России к режиму таргетирования инфляции.

После отказа от проведения регулярных валютных интервенций в ноябре 2014 г. Банк России активно участвовал в процессе курсообразования. Максимальная суммарная величина прямых продаж долларов Банком России на внутреннем валютном рынке достигла в декабре 2014 г., составив 11,9 млрд долл. В число используемых инструментов регулирования объемов валютной ликвидности к моменту отказа регулятора от проведения регулярных валютных интервенций входили операции валютный своп и РЕПО в иностранной валюте. Общий объем заключенных Банком России сделок валютный своп по покупке долларов в

сентябре-декабре 2014 г. превысил 27 млрд, по их продаже – 7,5 млрд., в то время как в рамках операций РЕПО кредитным организациям предоставлено было 22,2 млрд долл. Традиционно наибольший спрос на валютную ликвидность пришелся на декабрь 2014 г., т.е. уже после прекращения регулярных валютных интервенций. В результате объем заключенных сделок валютный своп по покупке долларов в декабре 2014 г. составил 11,5 млрд, по их продаже – 3,9 млрд, операций РЕПО – 21,6 млрд. Тем не менее с учетом геополитических рисков, а также повышения напряженности на мировых финансовых рынках в связи с ожидаемым изменением ДКП ФРС США внутримесячная волатильность обменного курса доллара США к российскому рублю в декабре 2014 г. возросла до рекордных 7%, к евро – до 7,3%. По мере стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке в январе 2015 г. объемы продаж долларов были сокращены до 2,3 млрд, по их покупке – до 0,02 млрд.

Основным каналом воздействия Банка России на состояние внутреннего валютного рынка остаются сделки «валютный своп» по покупке и продаже долларов, а также операции РЕПО в иностранной валюте. В январе-сентябре 2016 г. общий объем заключенных сделок «валютный своп» по покупке долларов снизился до 1,9 млрд, по продаже – до 0,7 млрд., тогда как в рамках операций валютного РЕПО было предоставлено около 112 млрд долл.

Отказ Банка России от проведения регулярных валютных интервенций и переход к плавающему валютному курсу сопровождался существенным повышением волатильности обменного курса доллара к российскому рублю. В 2014 г. среднемесячная волатильность возросла более чем в 5 раз и достигла 16,6% по сравнению с 3,3% годом ранее. И хотя, как было рассмотрено выше, переход к плавающему обменному курсу в большинстве развивающихся стран сопровождался всплеском курсовой волатильности (исключением является только Польша), столь же существенным ее повышением столкнулись монетарные власти Индонезии и ЮАР. В этих странах отказ монетарных властей от участия в процессе курсообразования привел к росту волатильности обменного курса доллара к национальным валютам до 26,3%, и 7,2% по сравнению с 0,8% и 1% соответственно годом ранее. Курсовая волатильность в большинстве развивающихся стран снижалась в течение года-двух после перехода к плавающим режимам.

Исключением не стала и Россия: среднемесячная волатильность обменного курса доллара к рублю уже в 2015 г. снизилась до 9,8% (таблица 11).

Таблица 11 – Среднемесячная волатильность обменного курса доллара к национальным валютам развитых стран, в %

	переход к плавающему курсу	t-1	t*	t+1	1990-1994**	1995-1999**	2000-2004**	2005-2009**	2010-2015**	янв.-авг. 2016
Свободно плавающий курс										
Мексика	1995	6,1	10,5	2,0	3,8	3,8	2,7	4,0	3,6	2,4
Чили	1999	1,8	4,7	4,9	3,2	2,8	5,5	6,1	4,0	3,2
Польша	2000	4,7	4,1	2,2	5,4	4,5	3,6	6,9	4,3	2,0
Плавающий курс										
Индонезия	1997	0,8	26,3	20,7	1,2	11,8	5,9	4,9	3,6	1,9
Таиланд	1998	21,5	21,9	2,8	0,8	9,5	3,1	2,8	2,5	1,2
Бразилия	1999	2,0	7,4	3,7	55,1	3,7	9,2	8,5	6,7	8,5
Колумбия	1999	2,9	3,4	3,5	5,5	7,0	4,2	6,3	4,7	5,1
ЮАР	2000	1,0	7,2	13,0	2,7	3,4	8,3	8,3	5,5	5,4
Турция	2001	7,5	24,4	9,2	14,9	14,6	10,7	6,0	4,6	1,7
Перу	2002	1,4	1,9	0,2	28,0	1,9	1,3	2,9	2,1	2,4
Россия	2014	3,3	16,6	9,8	н/д	3,5***	1,6	3,9	7,0	7,6

\* t – год перехода к плавающему/ свободно плавающему валютному курсу

\*\* в среднем за год

\*\*\* среднегодовые данные за 1996-1999 гг.

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), официальный сайт Банка России, [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru), расчеты авторов

Возобновлены Банком России валютные интервенции были только в мае 2015 г. и проводились в период с 14 мая по 28 июля 2015 г. Интервенционное правило Банк России объявил в день проведения первых операций по приобретению иностранной валюты [54]. Цель возобновления Банком России интервенций заключалась в необходимости пополнения международных резервов, но не в поддержании определенного уровня обменного курса. Предполагалось, что ежедневно Банк России будет приобретать 100-200 млн долл., равномерно распределяя операции в течение дня с тем, чтобы минимизировать их влияние на динамику валютного курса. Фактический объем ежедневных операций составил 191 млн долл., что составляет менее 0,5% среднедневного оборота валютного рынка рубля. Проведение операций на внутреннем валютном рынке регулятор приостановил 28 июля 2015 г., когда их величина достигла 358 млрд долл., что соответствовало 14 месяцам импорта. В начале 2016 г. величина международных резервов Банка России покрывала уже 16 месяцев импорта. На более высоком чем в

России уровне из числа таргетирующих инфляцию монетарных властей международные резервы поддерживают только в Бразилии (18 месяцев), Японии (18 месяцев) и Швейцарии (21 месяц). В Перу их запас соответствует 16 месяцам импорта, тогда как в Турции и Чили – 6 месяцам импорта, в Польше и Мексике – 5 месяцам.

С августа 2015 г. Банк России не осуществляет валютные интервенции, хотя уровень волатильности, несмотря на устойчивый нисходящий тренд, остается весьма существенным. В январе-августе 2016 г. среднемесячная волатильность номинального обменного курса доллара США к рублю снизилась до 7,6%, уступая волатильности курса доллара по отношению к бразильскому реалу (8,5%).

В среднесрочной перспективе Банка России предусматривает возможность возобновления валютных интервенций в целях пополнения международных резервов. Необходимость поддержания достаточного с учетом специфики российской экономики объема резервов, по мнению Банка России, позволит минимизировать риски для финансовой стабильности. Так, при повышении цен на нефть марки «Юралс» к 2019 г. до 55 долл. за баррель к 2019 г. и формировании благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры появится возможность нарастить международные резервы до 500 млрд долл., что, по мнению регулятора, позволит поддержать финансовую стабильность в случае ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры [55]. Однако регулятор не устанавливает конкретных сроков и правил, согласно которым планирует проводить интервенции.

Помимо этого Банк России обозначил условия, при которых могут быть возобновлены операции по продаже иностранной валюты Банком России на внутреннем валютном рынке и увеличены объемы ее предоставления им на возвратной основе. К их числу отнесены: снижение среднегодовых цен на нефть марки «Юралс» до 25 долларов баррель, замедление темпов роста мировой экономики, сопровождающиеся сокращением доходов российского бюджета, снижением располагаемых доходов населения и привлекательности российской экономики в т.ч. для иностранных инвесторов и увеличением чистого оттока капитала частного сектора. В этих условиях, следуя прогнозным оценкам платежного баланса, Банк России допускает сокращение валютных резервов за 3 года на 35 млрд долл.

Следовать принципам свободно плавающего валютного курса, не прибегая к проведению валютных интервенций, Банк России считает возможным только при среднегодовом уровне цен на нефть марки «Юралс» в 2017-2019 гг. около 40 долл. за баррель. В таком случае чистые поступления по счету текущих операций платежного баланса России будут достаточны для обслуживания корпоративным сектором внешних обязательств. Более того, учитывая, что в этих условиях полностью они погашены будут до конца 2017 г., ожидаемое снижение спроса на иностранную валюту, предоставляемую Банком России, позволит регулятору приступить к сокращению объемов валютного рефинансирования кредитных организаций.

Условия реализации Банком России курсовой политики в т.ч. и в среднесрочной перспективе непосредственно связаны с реализуемой правительством макроэкономической политикой. И если в настоящее время в целях минимизации влияния операций Федерального казначейства по пополнению/расходу средств суверенного фонда на состояние внутреннего валютного рынка Банком России разработан механизм, позволяющий корректировать величину реализуемых им интервенций, то в среднесрочной перспективе расходование средств фондов в целях финансирования бюджетных расходов ожидается переход от структурного дефицита к структурному профициту ликвидности уже в начале 2017 года. Однако, по мнению регулятора, в случае реализации консервативной бюджетной политики имеющихся в распоряжении Банка России механизмов стерилизации избыточного денежного предложения будет достаточно для поддержания краткосрочной ставки в середине процентного коридора [55].

В целом исследование мирового и российского опыта проведения курсовой политики позволяет сформулировать следующие выводы:

1. механизм проведения валютных интервенций, задействованный Банком России в 2015 г., соответствовал практике центральных банков развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, и не является препятствием для достижения целевого инфляционного ориентира;

2. поддержание финансовой стабильности центральными банками развивающихся стран рассматривается в качестве обязательного условия достижения ценовой стабильности, а регулирующее воздействие Банка России на параметры спроса и предложения на внутреннем валютном рынке по средствам

проведения операций РЕПО в иностранной валюте и заключения сделок «валютный своп» позволяет элиминировать чрезмерные валютные риски;

3. обозначенные Банком России принципы интервенционной политики на среднесрочную перспективу содержат условия, цели возобновления интервенций и изменения объемов валютного рефинансирования кредитных организаций. Более того в рамках оптимистичного сценария, предполагающего постепенное повышение мировых цен на нефть марки «Юралс» до 55 долл. к 2019 г., количественно обозначена цель регулятора по пополнению международных резервов – 500 млрд долл. При этом Банк России четко обозначил, что в случае возобновления валютных интервенций его приоритетной целью остается достижение и поддержание ценовой стабильности.

Учитывая, что текущий объем международных резервов Банк России считает «комфортным» [55], регулятор не указывает сроки, в рамках которых планирует достичь поставленной цели, а соответственно возможные объемы и периодичность валютных интервенций. Однако определение конкретных количественных ориентиров и параметров валютных операций Банком России, как свидетельствует мировая практика, могло бы способствовать снижению спекулятивного спроса экономических агентов.

Результаты проведенного исследования свидетельствуют, что реализуемая Банком России курсовая политика и рассматриваемые возможные сценарии ее преобразования в среднесрочной перспективе полностью соответствуют и принципам инфляционного таргетирования, и практике центральных банков развивающихся стран. Справедливо это и для применяемой с 2015 г. практики формулирования и объявления интервенционных правил, определяющих условия и цели возобновления интервенций, а в случае использованного в 2015 г. правила – объемы и механизм проведения валютных операций. При отсутствии цели по поддержанию обменного курса на определенном уровне или траектории его изменения такой подход не противоречит принципам свободно плавающего обменного курса, но в таком случае МВФ накладывает строго ограничивает частоту реализуемых интервенций. Как следствие в большинстве развивающихся стран, центральные банки которых придерживаются инфляционного таргетирования, национальные валюты формируются в рамках плавающих режимов курсообразования, допускающих проведение монетарными властями операций по

купле/продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Как в случае с плавающим, так и свободно плавающим курсом в соответствии с требованиями МВФ не только допустимы, но и применяются на практике операции центральных банков по рефинансированию кредитных организаций в иностранной валюте, сроки и условия проведения которых варьируются в зависимости от параметров спроса на валютную ликвидность.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Гибкие режимы курсообразования начали активно применяться в развивающихся странах только в 1980-1990-х гг. вслед за либерализацией торговых и финансовых взаимоотношений. В настоящее время центральные банки только трех развивающихся стран придерживаются свободно плавающего валютного курса (Банки Чили, Мексики и Польши). В большинстве случаев центральные банки придерживаются плавающих режимов курсообразования, сохраняя свое участие на внутреннем валютном рынке, но не ставя перед собой цель по поддержанию его на определенном уровне.

В периоды кризисов и высокой волатильности обменного курса решение о возобновлении валютных интервенций неоднократно принимались и монетарными властями стран, придерживающихся свободно плавающих обменных курсов. Справедливо это и для посткризисного периода 2010-2016 гг. Валютные интервенции возобновлялись с целью ограничения избыточной волатильности и/или рисков для поддержания монетарной и финансовой стабильности, или пополнения валютных резервов.

Отметим, что возобновление центральными банками разовых интервенций не противоречит принципам свободно плавающего валютного курса в методологии МВФ. В рамках свободно плавающих режимов курсообразования интервенции рассматриваются в качестве экстраординарной меры, а их объемы не позволяют воздействовать на уровень и динамику обменного курса, обусловленные действием фундаментальных факторов. Допускается не более трех случаев проведения интервенций, продолжительность которых не превышает трех дней. Однако валютные интервенции не должны формировать рисков для достижения целевого инфляционного ориентира, поскольку первоочередной целью таргетирующих инфляцию центральных банков остается поддержание ценовой стабильности. В то же время в странах с плавающим режимом курсообразования центральные банки устанавливают более широкий, нежели в странах со свободно плавающим валютным курсом, целевой диапазон. Это позволяет, учитывая специфику реализуемой курсовой политики, обеспечить эффективность таргетирования инфляции в терминах достижения целевых темпов роста потребительских цен.

Как показывает международный опыт, несмотря на проведение ряда реформ по развитию финансового рынка, для развивающихся стран, придерживающихся

плавающих валютных курсов, характерна не только более высокая по сравнению со странами, фиксирующими обменный курс, курсовая волатильность, но и волатильность процентных ставок. При этом в большинстве случаев отказ монетарных властей от участия в процессе курсообразования сопровождался всплеском курсовой волатильности, а наиболее существенным он оказался в странах, принявших решение об отказе от таргетирования валютного курса в период кризиса.

Показательно, что по мере адаптации экономики к плавающему режиму курсообразования курсовая волатильность во всех развивающихся странах последовательно ослабевает, хотя и остается на более высоком чем в развитых странах уровне. Справедливо это и для России, хотя ее уровень остается весьма существенным.

## Приложение 1

### Классификация режимов валютных курсов.

Режим	Критерии
Отсутствие собственной денежной единицы	В качестве денежной единицы выступает валюта другого государства
Валютный комитет	Законодательно закрепленное обязательство монетарных властей поддерживать фиксированный курс национальной валюты, включает ограничения на эмиссию национальной валюты для поддержания фиксированного валютного курса.
Традиционная привязка (традиционный фиксированный курс)	Де-юре монетарные власти фиксируют обменный курс национальной валюты или корзины валюты. Поддерживается он прямыми или косвенными интервенциями. Обменный курс может изменяться в узком диапазоне в пределах +/-1% центрального значения или спот курс не должен выходить за пределы 2% коридора как минимум в течение 6-ти месяцев.
Привязка в рамках горизонтального коридора	Предполагает де-юре принятие центральным банком обязательств по ограничению колебаний обменного курса в пределах +/-1% выбранного центрального курса или амплитуда его колебаний не должна превышать 2%. Подобным образом формировались, например, обменные курсы национальных валют европейских стран в рамках ERM, ERM II (European Exchange Rate Mechanism) <sup>9</sup>
Стабилизационные соглашения	Колебания спот курса не выходят за пределы 2% коридора в течение шести и более месяцев, обменный курс не является плавающим. Стабильность курса достигается действиями органов власти, не предполагает юридических обязательств органов власти по поддержанию обменного курса.
«Скользкая» привязка	Предполагает обязательства монетарных властей по поддержанию обменного курса национальной валюты, который лишь незначительно может отклоняться от фиксированного значения в ответ на изменения оговоренных параметров макроэкономического развития: отклонение динамики внутренних потребительских цен и в странах торговых партнерах, или отклонения фактической инфляции в странах торговых партнерах от целевого (расчетного) значения. Степень отклонения номинального курса определяется с тем, чтобы скорректировать фактическое отклонение инфляции. Предполагает корректировку номинального обменного курса на величину либо фактического, либо ожидаемого изменения потребительских цен.

<sup>9</sup> Механизм формирования обменных курсов европейских стран (ERM) был утвержден в марте 1979 г. и предполагал ограничение амплитуды колебаний обменных курсов национальных валют стран-участниц в рамках целевого коридора. Для большинства валют ширина коридора составляла +/-2,25%, для валют периферийных стран, отличавшихся избыточной волатильностью – 6% [56].

Режим обменного курса, допускающий его корректировку	Обменный курс должен оставаться в рамках узкого 2%-ного коридора от трендового значения, рассчитанного не менее чем за шесть предыдущих месяцев. Как правило, минимальные темпы изменения обменного курса при таком подходе оказываются выше, чем в случае «скользящей привязки» или стабилизационного соглашения. Однако годовое изменение обменного курса национальной валюты должно быть не менее 1% либо в сторону его укрепления, либо обесценения.
Плавающий режим валютного курса	Отличительной чертой плавающего режима валютного курса является рыночный характер его формирования. Допускаются не только косвенные, но и прямые методы воздействия регулятора на динамику валютного курса, т.е. непосредственно купля/продажа иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в целях предотвращения чрезмерных курсовых колебаний. Не предусматривает плавающий валютный курс только установления каких-либо целевых курсовых ориентиров.
Свободно плавающий валютный курс	Валютные интервенции рассматриваются в качестве экстраординарной меры. В течение шести месяцев допускается не более трех случаев, каждый из которых не превышает трех дней, когда монетарные власти вправе осуществлять валютные интервенции.
Управляемый плавающий курс	Де-факто реализуемый режим курсовой политики не соответствует ни одному из критериев, характерны ее частые изменения.

Источник: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, International Monetary Fund, [http://www.imf.org/external/pubs/cat/shortres.aspx?titleauth=Annual+Report+on+Exchange+Arrangements+and+Exchange+Restrictions+&ser\\_note=All&x=6&y=7](http://www.imf.org/external/pubs/cat/shortres.aspx?titleauth=Annual+Report+on+Exchange+Arrangements+and+Exchange+Restrictions+&ser_note=All&x=6&y=7)

## Приложение 2

Международные резервы и показатели достаточности международных резервов в развивающихся странах, таргетирующих инфляцию, на 4 октября 2016 г., в % ВВП.

Страна	Величина международных резервов	Трехмесячный импорт	20% широкой денежной массы	100% краткосрочного долга	Композитный индикатор АРАЕМ
Плавающий валютный курс					
Бразилия	20,14	3	17,45	7,77	11,24
Колумбия	17,14	4,95	11,03	9,96	12,11
Грузия	19,22	16,4	8,65	22,09	20,47
Индия	17,04	5,6	16,75	9	10,59
Индонезия	12,28	4,49	7,85	6,01	9,45
Израиль	29,32	6,88	16,43	н/д	н/д
Корея	25,5	9,3	43,46	10,97	22,43
Парагвай	25,27	9,72	10,41	2,67	13,71
Перу	34,52	6,19	8,43	5,91	10,92
Филиппины	26,96	7,49	14,05	6,78	11,71
Россия	29,62	5,38	12,02	11,35	12,54
Южная Африка	16,33	8,77	14,13	12,85	18,89
Таиланд	41,81	14,14	26	16,83	19,87
Турция	15,69	7,41	12,51	23,3	17,17
Свободно плавающий валютный курс					
Чили	16,45	7,41	12,23	14,3	14,63
Мексика	16,5	9,74	13,66	9,67	15,28
Польша	23	12,36	13,29	22,24	18,46

Источник: МВФ <http://www.imf.org/external/datamapper/ARA/index.html>

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Mundell A, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability," International Monetary Fund, Staff Papers Vol. 9, No. 1 (Mar., 1962), 1962. pp. 70-79 pp.
2. Mundell R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates // The Canadian Journal of Economics and Political Science. Nov. 1963. Vol. 29. No. 4. pp. 475-485.
3. Mundell R.A. International Economics. Macmillan, New York. 1968.
4. Fleming JM, "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates," International Monetary Fund, Staff Papers Vol. 9, No. 3, 1962. pp. 369-380 pp.
5. Marrewijk C.V. International Economics. Oxford: OUP, 2012.
6. Obstfeld M et al., "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility," NBER, Working Paper 10396, March 2004.
7. Aizenman J et al., "Monetary Policy Spillovers and the Trilemma in the New Normal: Periphery Country Sensitivity to Core Country Conditions," NBER, Working Paper 21128, April 2015, Revised November 2015.
8. Lahiri A et al., "Optimal exchange rate regimes: Turning Mundell-Fleming's dictum on its head," NBER, Working Paper 12684, November 2006.
9. International Monetary Fund, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions," 2014. [www.imf.org](http://www.imf.org)
10. Yeyati L., Sturzenegger F., "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words," Quintas Jornadas de Economía, 1999.
11. Ghosh A., Gulde A.M., and Wolf H. Exchange rate regimes: classification and consequences // In: Exchange rate regimes: classification and consequences.
12. Bubula A and İnci ÖR, "The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies," International Monetary Fund, Working Paper WP/02/155, 2002.
13. Reinhart CM and Rogoff KS, "The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation," National Bureau of Economic Research, Working paper 8963, 2002.
14. Ostry J.D., Ghosh A., and Chamon M., "Two Targets, Two Instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies," Journal of International Money and Finance, Vol. 60, 2016. pp. 172–196.
15. Frankel J. Choosing an Exchange Rate Regime // In: Handbook of Exchange Rates. John Wiley & Sons, Inc., 2012. pp. 767-784.
16. Aghion P et al., "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development," NBER, Working Paper 12117, March 2006.
17. Calvo GA and Reinhart CM, "Fear of floating," NBER, Working Paper 7993, November 2000.
18. Ostry JD et al., "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies," IMF Staff Discussion Note February 29, 2012.

19. Stone, Mark et al., "The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies," IMF, Washington, Occasional Paper 267, 2009.
20. Mohanty M and Klau M, "Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies: Issues and Evidence," BIS, Working Paper 149, 2004.
21. International Monetary Fund. IMF Executive Board Approves US\$47 Billion Arrangement for Mexico Under the Flexible Credit Line URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09130.htm>.
22. International Monetary Fund. URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15536.htm>
23. International Monetary Fund. IMF Executive Board Approves US\$47 Billion Arrangement for Mexico Under the Flexible Credit Line URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09130.htm>.
24. "Annual Report 2011 ," Bank of Mexico, April 2012.
25. Schmidt-Hebbel K., "Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate," *Economia*, Vol. 2, No. 2, Spring 2002. pp. 31-89.
26. National Bank of Poland, "The Role of the National Bank of Poland in the Process of European Integration ," Warsaw, November 2003.
27. Brza-Bojanowska J and MacDonald , "The Behavioural Zloty/Euro Equilibrium Exchange Rate," National Bank of Poland, Working paper 55,.
28. National Bank of Poland, "MPC Functions and Composition," <http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/organizacja/rada.html&navid=5021>
29. National Bank of Poland, "Annual Report 2010," Warsaw, 2011.
30. National Bank of Poland, "Monetary Policy Guidance for 2010," 2009.
31. National Bank of Poland, "Monetary Policy Guidance for 2011," 2010.
32. Eichengreen B and Hausmann R, "Exchange rates and financial fragility," NBER, Working Paper 7418, 1999.
33. Prasad E., Rogoff K., Wei J., and Kose A. Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence // In: *India's and China's Recent Experience with Reform and Growth*. Palgrave Macmillan UK., 2005. pp. pp. 201-228.
34. Taylor , "External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe, and Brazil," December 2002.
35. International Monetary Fund, "Western Hemisphere: Watching Out for Overheating," April 2011, Regional Economic Outlook.
36. Aragón E.K.S.B., Portugal. Central bank preferences and monetary rules under the inflation targeting regime in Brazil // XXX Meeting of the Brazilian Econometric Society. 2009.
37. Görmez , G. Y. The Evolution of Exchange Rate Regime Choices in Turkey. Vol 13. // In: *The Experience of Exchange Rate Regimes in Southeastern Europe in a Historical and Comparative Perspective*. Proceedings of OeNB Workshops, No. 13, Oesterreichische Nationalbank, 2008.
38. Central Bank of the Republic of Turkey, "General framework of inflation targeting regime and monetary and exchange rate policy for 2006," December 2005. 17-20 pp.

39. Aysan AF et al., "Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey," Central Bank of the Republic of Turkey, February 2014.
40. Central Bank of the Republic of Turkey, "Monetary and Exchange Rate Policy for 2016," December 2015.
41. International Monetary Fund , Country Report 16/104, April 2016.
42. The Central Bank of the Republic of Turkey, "Road Map during the Normalization of Global Monetary Policies," August 2015.
43. van der Merwe J, "Inflation targeting in South Africa," South Africa Reserve Bank, Occasional Paper 19, July 2004.
44. Bhundia A.J., Ricci L. The Rand Crises of 1998 and 2001: What Have We Learned? // In: Post-Apartheid South Africa: the First Ten Years. International Monetary Fund, 2005.
45. International Monetary Fund, "South Africa: 2009 Article IV Consultation—Staff Report," Country Report No. 09/273, September 2009.
46. International Monetary Fund, "South Africa: 2014 Article IV Consultation," Staff Report, Country Report 14/338, November 17, 2014.
47. Neerly , "The Practice of Central Bank Intervention: Looking under the Hood," Federal reserve Bank of St. Louis, May/June 2001.
48. Tripathy R, "Intervention in foreign exchange markets: the approach of the Reserve Bank of India," Bank of International Settlement, BIS Papers 73, 2013.
49. Ho Y., Purnomo H. Bank Indonesia to Intervene in Forwards Market From October September 30, 2015. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-30/bank-indonesia-to-intervene-in-forwards-market-from-october>
50. Kamil H, "Is the central bank Intervention Effective under inflation targeting regimes? The case of Colombia.," IMF Working Paper WP/08/88,.
51. Moreno R, "Motives for intervention," BIS Paper №24,.
52. Банк России. "Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 г." 2004.
53. Киюцевская А.М., "Плавающий курс российского рубля: миф или реальность," Вопросы экономики, No. 2, 2014.
54. Банк России. Об операциях Банка России на внутреннем валютном рынке. 2015.
55. Банк России, "Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов," Банк России, 2016.
56. Komárek L et al., "ERM II Membership – the View of the ACCESSION countries," Czech National Bank, Working Paper series 2003.