
Макроэкономика

КАПИТАЛЬНЫЙ КОНТРОЛЬ ПОЗВОЛИЛ СТАБИЛИЗИРОВАТЬ СИТУАЦИЮ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

А. В. БОЖЕЧКОВА
Е. В. СИНЕЛЬНИКОВА-МУРЫЛЕВА
П. В. ТРУНИН

В конце февраля 2022 г. страны Европейского союза и США объявили о санкциях в отношении Банка России, подразумевающих заморозку международных резервных активов. В результате санкциями оказалась затронута около 50% резервов (300 из 630 млрд долл., доступных по состоянию на 1 февраля 2022 г.).

Заморозка резервов привела к приостановке действия бюджетного правила. Соответственно, несмотря на сокращение экспорта, рост цен на ключевые сырьевые товары вызвал резкое увеличение предложения иностранной валюты на российском валютном рынке, тогда как спрос на нее остается ограниченным из-за действия ограничений на движение капитала. В среднесрочном периоде, по мере установления нового равновесия на рынках, целесообразно разработать альтернативный вариант бюджетного правила, обеспечивающий, как и ранее, снижение корреляции между ценами на нефть и валютным курсом.

Ключевые слова: инфляция, денежно-кредитная политика, ключевая ставка, отток капитала, Банк России.
JEL: E31, E52, F31.

27 февраля 2022 г. страны Европейского союза и США объявили о санкциях в отношении Банка России, подразумевающих заморозку части международных резервных активов РФ. В результате санкциями оказалось затронута около 50% резервов (300 из 630 млрд долл., доступных по состоянию на 1 февраля 2022 г.). Это стало новым вызовом для российского валютного рынка в первом квартале 2022 г.

Международные резервы (резервные активы) представляют собой высоколиквидные иностранные активы, имеющиеся в распоряжении органов денежно-кредитного регулирования страны. Обычно выделяют следующие основные функции международных резервов:

- противодействие шокам платежного баланса за счет операций на валютном рынке;
- поддержание ликвидности валютного рынка;

- сигнальная функция для экономических агентов о возможности монетарных властей противостоять шокам на валютном рынке, т.е. гарантия макроэкономической стабильности (достаточные запасы международных резервов характеризуют потенциал экономики по выполнению своих обязательств перед внешним миром).

В странах с управляемым курсом национальной валюты резервы позволяют поддерживать курс в определенных границах, что было в большей степени актуально для России до 2015 г. В странах с плавающим валютным курсом резервы используются для сглаживания резких шоков на валютном рынке и выполняют прежде всего сигнальную функцию.

Заморозка международных резервов РФ привела к ускорению оттока капитала иностранных институциональных инвесторов и ослабле-

Божечкова Александра Викторовна, заведующий лабораторией денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: bojeshkova@ier.ru; *Синельникова-Мурылева Елена Владимировна*, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент (Москва), e-mail: sinelnikova@ganepa.ru; *Трунин Павел Вячеславович*, руководитель Научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; директор Центра изучения проблем центральных банков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук (Москва), e-mail: pt@ier.ru

нию рубля. В условиях панических настроений инвесторов курс рубля к доллару 11 марта достиг исторического минимума в 120,4 руб./долл., что соответствует его обесценению на 55,4% по отношению к началу февраля 2022 г. Тем не менее к концу первого квартала 2022 г. рубль укрепился до докризисного уровня.

В первые дни после объявления о заморозке международных резервов произошло снижение суверенного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами (одномоментно на 8 ступеней агентством S&P и на 6 ступеней агентствами Moody's и Fitch)¹. Хотя снижение суверенного рейтинга объясняется не только заморозкой активов Банка России, но и общим нарастающим санкционным давлением, значительный объем резервов выступал гарантом кредитоспособности России как заемщика, имеющего ограниченный доступ к долгосрочному финансированию на внешних рынках начиная с 2015 г. Утрата сигнальной

функции международных резервов, а также провал суверенного рейтинга до «чрезвычайно спекулятивного» ускорили решение институциональных инвесторов (пенсионного фонда Норвегии KLP², суверенного фонда ОАЭ Mubadala³) о приостановке инвестиций в Россию в контексте общего повышения репутационных рисков этих вложений.

Как показывает мировой опыт, ранее заморозка активов центрального банка уже применялась в отношении Ирана (ноябрь 1979 г. – 1981 г., февраль 2012 г. – январь 2016 г., сентябрь 2019 г. – н/в), Ливии (март 2011 г. – декабрь 2011 г.), Венесуэлы (апрель 2019 г. – н/в), Сирии (ноябрь 2011 г. – н/в), Северной Кореи (июль 2006 г. – н/в), Афганистана (июль 1999 г. – январь 2002 г., август 2021 г. – н/в). Как правило, столь жесткие санкции вводились в связи с вооруженными конфликтами, политическими кризисами, разработкой ядерного оружия. (См. табл. 1.)

Таблица 1
Эпизоды заморозки международных резервов

Страна	Период заморозки резервов	Пояснения
Иран	Ноябрь 1979 г. – 1981 г., февраль 2012 г. – январь 2016 г., сентябрь 2019 г. – н/в	Исламская революция в 1979 г. Последующие санкции связаны с разрабатываемыми в Иране ракетной и ядерной программами
Венесуэла	Апрель 2019 г. – н/в	Санкции против режима Н. Мадуро. Ужесточение санкций в виде заморозки резервов связано с очередным политическим кризисом в Венесуэле в 2019 г.
Ливия	Март-декабрь 2011 г.	Политическое, идеологическое и военное противостояние Ливии (режима Каддафи) и стран Запада с перерастанием в военное вторжение в Ливию
Афганистан	Июль 1999 г. – январь 2002 г. (санкции против центрального банка были сняты)	Содействие радикальному движению «Талибан» (организация, деятельность которой запрещена в РФ) в военных действиях против США
	Август 2021 г. – н/в	Падение афганского правительства, захват большей части Афганистана движением «Талибан» (организация, деятельность которой запрещена в РФ)
Сирия	Ноябрь 2011 г. – н/в	Гражданская война в Сирии (антиправительственные выступления с марта 2011 г.), обвинения властей в нарушениях прав человека, насилии и репрессиях против гражданского населения
Северная Корея	Июль 2006 г. – н/в	Испытания ядерного оружия

Источник: составлено авторами.

¹ URL: <http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/russia/>

² URL: <https://www.reuters.com/article/ukraine-crisis-norway-klp-idCNL8N2V36BV>

³ URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-28/abu-dhabi-wealth-fund-pauses-investments-in-russia-reuters-says>

Большинство этих стран придерживались негибкого механизма курсообразования, предполагающего активное участие монетарных властей в управлении валютным курсом. Важнейшая функция международных резервов для большинства указанных стран заключалась в проведении валютных интервенций. И поэтому заморозка международных резервов имела существенные последствия в первую очередь для валютного рынка, оказав сильное давление на валютный курс в условиях ограниченных возможностей по его поддержанию за счет проведения валютных интервенций.

Это отличает опыт данных стран от российского, для которого характерен режим инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса, позволяющего использовать ставку процента в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики. Инвертированная кривая доходности финансовых инструментов РФ («длинные» ставки намного меньше «коротких») выступает в текущих условиях позитивным сигналом о том, что экономические агенты ожидают стабилизации инфляции и курса, а также снижения ключевой ставки ЦБ РФ в среднесрочной перспективе. Что свидетельствует о более высоком доверии монетарным властям сегодня по сравнению с кризисом 2015 г., когда доходности «длинных» финансовых инструментов в период кризиса также значительно выросли.

Режим таргетирования инфляции предполагает, что в ситуации кризиса на валютном рынке, с учетом значительного переноса курса в цены, монетарные власти также должны ограничивать колебания курса рубля для достижения цели по инфляции и поддержания финансовой стабильности. Увеличение процентных ставок при ослаблении рубля обеспечивает сближение доходности рублевых и валютных инструментов, стабилизирует ситуацию на валютном рынке, сдерживает отток

рублевых депозитов из банковской системы. Следует отметить, что эпизод первоначально ослабления и последующего восстановления рубля до прежних значений после заморозки резервов является уникальным с точки зрения мирового опыта: обесценившиеся в течение первого месяца заморозки резервов валюты других стран, как правило, стабилизировались на новом (более слабом) уровне, тогда как укреплению рубля, помимо повышения ключевой ставки, способствовали прежде всего введенные ограничения на движение капитала, снизившие спрос на иностранную валюту, а ее предложение выросло в условиях повышения цен на основные товары российского экспорта.

Международный опыт также подтверждает, что введение жестких ограничений на движение капитала при сдерживании темпов роста денежной массы позволяет сгладить обесценивание национальной валюты. В то же время дальнейшее развитие ситуации на валютном рынке определяется прежде всего торговым балансом, т.е. динамикой экспорта и импорта. В подобных обстоятельствах меры капитального контроля могут ужесточаться или ослабевать в зависимости от развития событий на рынке, отчасти выполняя роль международных резервов, хотя и оставаясь при этом значительно менее «точным» инструментом.

Страны, столкнувшиеся с заморозкой международных резервов, постепенно переходили на международные расчеты в валютах третьих стран. Например, в 2012–2013 гг. имел место существенный рост платежей по экспорту иранской нефти в южнокорейских вонах и китайских юанях⁴; в 2020 г. наибольшую долю в обороте на внутреннем официальном валютном рынке Ирана занимал юань — 26,7%, существенно снизившаяся доля евро составила 26,4%, доля дирхама ОАЭ — 17,0%, турецкой лиры — 6,5%, доля операций с другими валютами значительно выросла и достигла 23%⁵.

⁴ Central Bank of the Islamic Republic of Iran // Annual Review. 2012. No. 13. P. 1391.

⁵ Central Bank of the Islamic Republic of Iran // Annual Review. 2019. No. 20. P. 1398.

Таблица 2

Выполнение критериев достаточности международных резервов Банка России в первом квартале 2022 г.

Критерий достаточности международных резервов	Во сколько раз фактическое значение резервов превышает критерий достаточности			
	Резервы – всего	Валютные резервы	Незамороженные резервы – всего	Незамороженные валютные резервы
(1) Финансирование трех месяцев импорта	6,7	5,3	3,3	2
(2) Финансирование платежей по внешнему долгу в течение 12 месяцев (критерий Гвидотти)	4,6	3,6	2,3	1,3
(3) Сумма критериев (1) и (2) (критерий Редди)	2,8	2,1	1,4	0,8

Источник: расчеты авторов на основе данных Банка России и экспертных оценок⁶.

В ряде стран одним из последствий заморозки золотовалютных резервов оказалось появление системы множественных валютных курсов. Так, с сентября 2012 г. по июль 2013 г. иранский риал торговался по трем разным курсам: установленному центробанком обменному курсу для осуществления импорта приоритетных товаров; установленному центробанком обменному курсу для продажи выручки от экспорта нефти и импорта других приоритетных товаров; гибкому обменному курсу для продажи ненефтяного экспорта и импорта всех остальных товаров. В дальнейшем два первых обменных курса были унифицированы в один. Двойственная система валютных курсов (официальный установленный и рыночный) функционирует и в Венесуэле.

Несмотря на стабилизацию ситуации на российских финансовых рынках, резкое снижение доступной части международных резервов не могло не сказаться на их способности выполнять свои базовые функции. Заморозка части международных резервов привела к снижению их достаточности, измеренной общепринятыми показателями. Согласно некоторым из критериев, представленных в табл. 2, незамороженные валютные резервы пере-

стали быть достаточными для купирования последствий комплекса макроэкономических шоков, а также одновременного финансирования импорта в течение следующих трех месяцев и осуществления выплат по внешнему долгу в течение следующих 12 месяцев.

Помимо снижения достаточности наблюдается также снижение ликвидности валютной части резервов. Согласно данным Банка России⁷ по состоянию на начало 2022 г. международные резервы были номинированы на 33,9% в евро, 21,5% – в золоте, 17,1% – в юанях, 10,9% – в долларах США, 6,2% – в фунтах стерлингов, 5,2% – в иенах⁸. В настоящее же время активы Центрального банка, не подверженные заморозке, преимущественно состоят из юаней и золота. Новая структура является менее ликвидной, поскольку юань сравнительно слабо задействован в международных расчетах: согласно данным SWIFT⁹ доля юаня в международных расчетах по состоянию на 2021 г. составляла 2,7% (против 40,5%-ной доли доллара США и 36,7%-ной доли евро), а его доля в распределенных активах центральных банков¹⁰ – 2,6% (против 58,8%-ной доли доллара США и 20,6%-ной доли евро). Международные резервы, номинированные в юанях,

⁶ URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (раздел «Оценка платежного баланса Российской Федерации (аналитическое представление)»).

⁷ URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/40915/ar_2021.pdf

⁸ Согласно данным Банка Японии. URL: <https://www.japantimes.co.jp/news/2022/02/28/national/japan-russia-central-bank-sanctions/>

⁹ URL: <https://www.statista.com/statistics/1189498/share-of-global-payments-by-currency/>

¹⁰ URL: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

могут быть использованы ограниченно – например, для расчетов между РФ и Китаем, а также для выплаты внешнего долга по будущим контрактам, заключенным в юанях. Сформировавшаяся структура незамороженной части международных резервов накладывает серьезные ограничения на осуществление операций на валютном рынке вследствие более низкого спроса на юани по сравнению с долларом и евро.

Наконец, заморозка международных резервов сделала невозможной реализацию механизма бюджетного правила в прежнем виде. Ранее Банк России по поручению Минфина России осуществлял покупку (продажу) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в зависимости от соотношения факти-

ческой и базовой цен на нефть, что существенно снижало корреляцию колебаний цен на нефть и номинального курса рубля, обеспечивая функционирование экономики в условиях цены на нефть, близкой к цене отсечения (около 44 долл./барр.). В условиях же отсутствия возможности ЦБ РФ совершать операции на валютном рынке (по крайней мере, в части операций с основными резервными валютами) эта корреляция повышается, что в средне- и долгосрочном периодах будет усиливать подверженность российской экономики внешним шокам. В то же время в краткосрочном периоде действовавшее ранее бюджетное правило означает, что у экономики РФ есть некоторые возможности для адаптации к новым условиям ограничений на экспорт. ■

Capital Control Stabilized the Situation on the Currency Market

Alexandra V. Bozhechkova – Head of Monetary Policy Department of the Gaidar Institute for Economic Policy; Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: bojechkova@iep.ru

Elena V. Sinelnikova-Muryleva – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor (Moscow, Russia). E-mail: sinelnikova@ranepa.ru

Pavel V. Trunin – Head of Center for Macroeconomics and Finance of the Gaidar Institute for Economic Policy; Director of Center for Central Banks Studies of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: pt@iep.ru

In late February 2022, the EU countries and the USA put in place sanctions against the Bank of Russia, which imply freezing of international reserve assets. As a result, about 50% of the reserves (\$300 bn of the \$630 bn available as of February 1, 2022) were affected by the sanctions.

The freezing of reserves led to the suspension of the budget rule. Accordingly, despite the reduction of exports, the price growth on key commodities led to a sharp increase in the supply of foreign currency on the Russian foreign exchange market, while demand remains limited due to the effect of restrictions on capital flows. In the medium-term period, as a new equilibrium is established in the markets, it is advisable to develop an alternative version of the budget rule, ensuring, as before, a lower correlation between oil prices and the exchange rate.

Key words: inflation, monetary police, key rate, capital outflow, Bank of Russia.

JEL-codes: E31, E52, F31.