

## КАПИТАЛЬНЫЙ КОНТРОЛЬ ПОЗВОЛИЛ СТАБИЛИЗИРОВАТЬ СИТУАЦИЮ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

**Божечкова А.В.**, к.э.н., заведующая лабораторией денежно-кредитной политики Института Гайдара; с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС;

**Синельникова-Мурылева Е.В.**, к.э.н., доц., с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС;

**Трунин П.В.**, д.э.н., руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института Гайдара; директор Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

*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 оказалось затронуто около 50% резервов (300 млрд долл. из 630 млрд долл., доступных по состоянию на 1 февраля 2022 г.).*

*В странах, международные резервы которых замораживались ранее (Иран, Ливия, Сирия и др.), наблюдались масштабное ослабление курса национальной валюты и значительное ускорение инфляции. В России на текущий момент эти процессы удалось ограничить благодаря принятым антисанкционным мерам, прежде всего жестким ограничениям на движение капитала.*

*Меры, принимаемые Банком России в условиях заморозки резервов, соответствуют мировой практике. Тем не менее российская ситуация является во многом уникальной, поскольку Банк России придерживается режима таргетирования инфляции и активно использовал процентную политику в ответ на негативные шоки. Центральные банки других стран, попавших под санкции, придерживались режима управляемого валютного курса. Таким образом, Банк России обладает более гибким инструментарием для противодействия шокам.*

*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 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.*

27 февраля 2022 г. страны Европейского союза и США объявили о санкциях в отношении Банка России, подразумевающих заморозку части международных резервных активов. В результате санкциями оказалось затронуто около 50% резервов (300 млрд долл. из 630 млрд долл., доступных по состоянию на 1 февраля 2022 г.). Это стало новым вызовом для российского валютного рынка в I 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 привела к ускорению оттока капитала иностранных институциональных инвесторов и ослаблению рубля. В условиях панических настроений инвесторов курс рубля к доллару 11 марта достиг исторического минимума в 120,4 руб. за доллар, что соответствует обесценению на 55,4% по отношению к началу февраля 2022 г. Тем не менее к концу I 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)<sup>1</sup>. 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 (пенсионный фонд Норвегии KLP<sup>2</sup>, суверенный фонд ОАЭ Mubadala<sup>3</sup>) о приостановке инвестиций в Россию в контексте общего повышения репутационных рисков этих вложений.

Как показывает мировой опыт, ранее заморозка активов ЦБ 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

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>

## Капитальный контроль позволил стабилизировать ситуацию

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 (табл. 1).

Большинство этих стран придерживалось негибкого механизма курсообразования, предполагающего активное участие монетарных властей в управлении валютным курсом. Ключевая функция международных резервов для большинства указанных стран заключалась в проведении валютных интервенций. В связи с этим 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. Это 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 первоначального ослабления и последующего восстановления рубля до прежних значений после заморозки

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 2011 г. – 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 ЦБ 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.

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. Укреплению рубля, помимо повышения ключевой ставки, способствовали прежде всего введенные ограничения на движение капитала, снизившие спрос на иностранную валюту, тогда как 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 обесценение национальной валюты. В то же время дальнейшее развитие ситуации на валютном рынке определяется прежде всего торговым балансом, т.е. динамикой экспорта и импорта. В такой ситуации меры капитального контроля могут ужесточаться или ослабевать в зависимости от развития ситуации 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 период 2012–2013 гг. имел место существенный рост платежей по экспорту иранской нефти в южнокорейских вонах и китайских юанях<sup>1</sup>. 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%<sup>2</sup>.

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: по установленному ЦБ обменному курсу для осуществления импорта приоритетных товаров; установленному ЦБ обменному курсу для продажи выручки от экспорта нефти и импорта других приоритетных товаров; гибкому обменному курсу для продажи нефтяного 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 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 перестали быть достаточными для купирования последствий комплекса макроэкономических шоков, а также одновременного финансирования импорта в течение следующих 3 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 России<sup>3</sup>, 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

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

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

3 URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/40915/ar\\_2021.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/40915/ar_2021.pdf)

## Капитальный контроль позволил стабилизировать ситуацию

Таблица 2

### Выполнение критериев достаточности международных резервов Банка России в I 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 оценок (URL: [https://cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/](https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/) (раздел «Оценка платежного баланса Российской Федерации (аналитическое представление)»).

США, 6,2% – в фунтах стерлингов, 5,2% – в иенах<sup>1</sup>. В настоящее 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 SWIFT<sup>2</sup>, доля юаня в международных расчетах по состоянию на 2021 г. составляет 2,7% (против 40,5%-ной доли доллара США и 36,7%-ной доли евро), а его доля в распределенных активах центральных банков<sup>3</sup> – 2,6% (против 58,8%-ной доли доллара США и 20,6%-ной доли евро). Международные резервы, номинированные в юанях, 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 фактической 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 отсека (около 44 долл./барр.). В условиях 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 периоде будет усиливать подверженность российской экономики внешним шокам. В то же время в краткосрочном периоде действовавшее бюджетное правило означает, что у экономики РФ есть некоторые возможности для адаптации к новым условиям ограничений на экспорт. ▀

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

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

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