

КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В РАМКАХ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ: МИРОВАЯ ПРАКТИКА И ДЕЙСТВИЯ БАНКА РОССИИ

А. М. Киюцевская,

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков РАНХиГС, старший научный сотрудник Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара, Москва;
e-mail: Kiyutsevskaya@ranepa.ru

П. В. Трунин,

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков РАНХиГС, руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара; e-mail: pt@ier.ru

С лета 2015 г. реализуемая Банком России курсовая политика по классификации МВФ отвечает критериям свободно плавающего валютного курса вследствие отказа Банка России от вмешательства в процесс рыночного курсообразования и прекращения валютных интервенций. Таким образом, Россия стала четвертой развивающейся страной, центральный банк которой придерживается инфляционного таргетирования, а обменный курс национальной валюты формируется в рамках свободно плавающего обменного курса. В статье рассмотрены основные принципы проведения курсовой политики при режиме таргетирования инфляции с учетом международного опыта.

The Bank's of Russia exchange rate policy has met the IMF classification's criteria of a freely floating exchange rate since summer 2015 due to the CBR's refusal to intervene in the currency market. As a result Russia has become the fourth developing country, whose central bank adheres to inflation targeting with freely floating exchange rate. The article considers the main principles of the exchange rate policy under inflation targeting based on international experience.

Ключевые слова: инфляционное таргетирование; курсовая политика; центральный банк; плавающий обменный курс; курсовая волатильность; валютные интервенции.

Key words: inflation targeting; exchange rate policy; central bank; floating exchange rate; currency volatility; currency interventions.

УДК 336; JEL E20, E31, E52, E58

Введение. По прошествии более чем двух лет после перехода Банка России к режиму таргетирования инфляции и плавающего курса национальной валюты – рубля – можно утверждать, что выбранная регулятором стратегия позволила добиться существенного замедления инфляции. В феврале 2017 г. темп прироста потребительских цен снизился до 4,6% к соответствующему периоду 2016 г. по сравнению с 8,1% в аналогичном исчислении годом ранее. При этом если в конце 2014 г. Россия стала 22-й развивающейся страной, придерживающейся инфляционного таргетирования, то летом 2015 г. – только четвертой, обменный курс национальной валюты которой формируется в рамках свободно плавающего валютного курса¹. Однако дискуссия о возможности и пределах вмешательства центрального банка в процесс курсообразования в условиях таргетирования инфляции продолжается. В связи с этим актуальным становится анализ

особенностей реализации курсовой политики в рамках режимов плавающего и свободно плавающего обменного курса в развивающихся странах.

Опыт реализации курсовой политики в таргетирующих инфляцию странах. Масштабная трансформация методов реализации курсовой политики монетарных властей последовала после краха Бреттон-Вудской системы в середине 1970-х гг. Предполагая использование фиксированных обменных курсов при действовавших жестких ограничениях на осуществление трансграничных операций, распорядившихся не только на капитальные потоки, но и на внешнюю торговлю, Бреттон-Вудская система минимизировала валютные риски, обеспечивая возможности реализации независимой монетарной политики при поддержании стабильного обменного курса и низких темпов роста потребительских цен.

Крах Бреттон-Вудской системы сопровождался отменой ограничений на международное движение капитала и прямого государственного регулирования процессов ценообразования на внутренних рынках финансовых активов.

В середине 1970-х гг. также наглядно проявились негативные последствия инфляционных шоков, что в совокупности с изменением глобальной финансовой

¹ В действующей классификации МВФ режим свободно плавающего обменного курса предполагает не более трех периодов проведения валютных интервенций в течение полугодия, продолжительностью не более трех последовательных дней каждый. Режим плавающего курса допускает прямые и косвенные механизмы воздействия монетарных властей на процессы курсообразования.

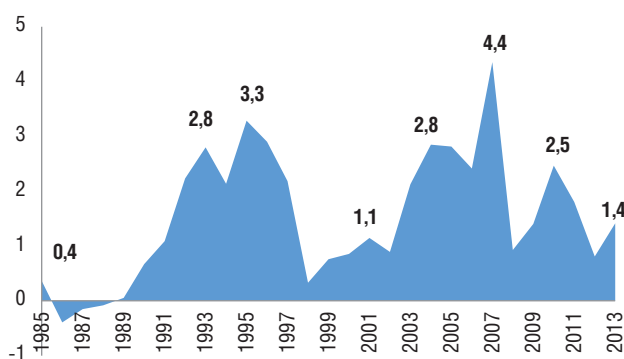
архитектуры заставило центральные банки скорректировать всю систему целеполагания [1]. В результате целью денежно-кредитной политики центральных банков наиболее развитых стран (США, Великобритания, Германия) постепенно становится снижение инфляции и поддержание ценовой стабильности, а обменные курсы национальных валют этих стран начинают формироваться под влиянием преимущественно рыночных факторов в рамках плавающих режимов курсообразования. Первоначально достижение поставленных целей монетарными властями большинства развитых стран обеспечивалось в рамках монетарного таргетирования, предполагающего использование в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики монетарных показателей. Однако уже в 1990-х гг. на фоне быстрого развития финансовых рынков и расширения международных финансовых взаимоотношений был начат переход к инфляционному таргетированию¹ или же, как в случае ФРС США или ЕЦБ, к денежно-кредитной политике без явного номинального якоря [2].

Во второй половине 1990-х гг. парадигма курсовой политики начала меняться и в развивающихся странах, в большинстве из которых центральные банки на протяжении десятилетий поддерживали фиксированные обменные курсы, не только обеспечивая курсовую стабильность, но и импортируя низкую инфляцию страны, национальная валюта которой использовалась в качестве номинального якоря. Отказ развивающихся стран от жесткой фиксации обменного курса на уровне, существенно отличавшемся от фундаментально обоснованных значений, в большинстве случаев происходил вследствие череды валютных и банковских кризисов [3]. Невозможность поддержания фиксированных обменных курсов стала следствием открытия капи-

тальных счетов платежных балансов при стремлении монетарных властей проводить независимую денежно-кредитную политику [4]. Первый пик глобальных потоков капитала пришелся на первую половину 1990-х гг., когда чистый приток частного капитала в развивающиеся страны достиг 3,3% ВВП, тогда как на протяжении предыдущих 10 лет суммарная величина абсолютных значений сальдо операций негосударственного сектора с нерезидентами составляла 1% ВВП (рис. 1). При этом масштабный приток валюты в развивающиеся страны (в отдельных случаях продолжавшийся в течение несколько лет) сменялся либо существенным сокращением объемов поступлений, как это было в 1993-м, 1995-м и, наконец, в 1998 и 2008 г., или резким оттоком – 1986 г. Высокую волатильность финансовых потоков, поступающих в развивающиеся страны, косвенно подтверждает и динамика сальдо финансового счета платежных балансов развитых стран² (рис. 2).

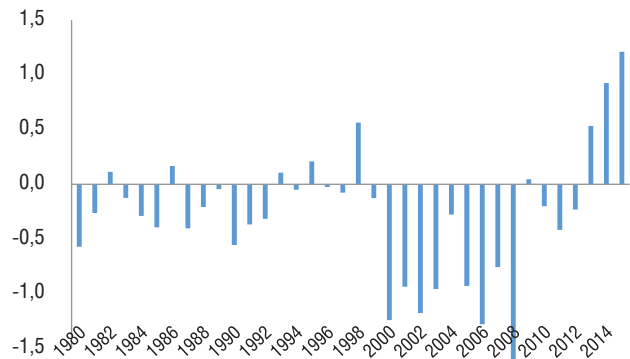
Результатом валютных кризисов, затронувших многие развивающиеся страны во второй половине 1990-х гг., стало осознание невозможности поддержания фиксированного обменного курса в открытой экономике, и именно в этот период первая, наиболее многочисленная волна центральных банков развивающихся стран приняла решение о повышении гибкости курсообразования и переходе к плавающим курсам. При этом если органы денежно-кредитного регулирования Бразилии, Чили, Колумбии приняли решения об отказе от участия в процессе курсообразования в 1999 г., то страны, наиболее сильно пострадавшие от кризисов, были вынуждены изменить режим курсообразования непосредственно в период обострения экономической ситуации. В частности, в Индонезии, Южной Корее и на Филиппинах о переходе к независимо плавающему курсу было объявлено

Рис. 1. Чистый приток/отток частного капитала, % ВВП



Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов.

Рис. 2. Сальдо финансового счета платежного баланса развитых стран, % ВВП



¹ Инфляционное таргетирование – один из режимов денежно-кредитной политики, цель которого заключается в обеспечении ценовой стабильности. При этом в качестве целевого инфляционного ориентира используется конкретное значение или целевой диапазон ценового индекса, достижение которого рассматривается в качестве приоритетной цели денежно-кредитной политики.

² Классификация стран соответствует методологии МВФ, выделяющей развитые страны, а также развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком. К первой группе (39 стран) отнесены страны G7 (США, Япония, Германия, Франция, Италия, Великобритания и Канада), не входящие в G7 страны еврозоны и отдельные страны, входящие в ЕС. Вторая группа стран формируется по остаточному принципу (World Economic Outlook, International Monetary Fund, www.imf.org).

в 1997-м, в Таиланде – в 1998 г. Однако именно в этот период распространение получил так называемый «страх плаванья», вызванный повышением долговой нагрузки по номинированным в иностранной валюте обязательствам [5] и чрезмерной волатильностью обменного курса в высокодолларизированных странах при отказе монетарных властей от поддержания фиксированного обменного курса. В результате только по прошествии азиатского и российского кризисов 1997–1998 гг. МВФ приступил к классификации не только де-юре, но и де-факто проводимой монетарными властями курсовой политики, осуществляемой с учетом объема и частоты осуществляемых интервенций, а также фактической волатильности обменных курсов.

Массовым отказом центральных банков развивающихся стран от поддержания фиксированного обменного курса сопровождался и очередной всплеск напряженности на мировом финансовом рынке в начале 2000-х гг. (кризис «доткомов» в США, дефолт в Аргентине, валютные кризисы в Турции и Южной Африке). В этот период о переходе к плавающим режимам курсообразования объявили монетарные власти Польши, Турции, ЮАР и Перу. И наконец, третья волна пришлась на глобальный кризис 2008–2009 гг., когда переход к гибким режимам курсообразования был завершен в Албании, Армении, Грузии, Молдове, Румынии, Сербии, а также в Парагвае и Уругвае.

Отметим, что в рамках действовавшей до 2009 г. классификации режимов курсообразования, разработанной МВФ, наиболее гибкий подход – «независимо плавающий обменный курс» не вступал в противоречие с принципами инфляционного таргетирования, допускал участие монетарных властей в процессе курсообразования при отсутствии каких-либо целей по уровню или динамике обменного курса. В целом, монетарные власти активно вмешивались в процесс курсообразования, сглаживая курсовые колебания. В результате широкое распространение получило так называемое гибкое инфляционное таргетирование, допускающее участие монетарных властей в процессе курсообразования, но только в объемах, не препятствующих влиянию на курсовую динамику фундаментальных факторов [2].

В 2000-х гг., вслед за нараставшим притоком капитала в развивающиеся страны, укреплением их национальных валют и снижением долговой нагрузки, реализуемая в этих странах курсовая политика приобрела несколько иной вид. Исследуя курсовую и интервенционную политику, реализуемую в тот период в отдельных развивающихся странах, в том числе таргетирующих инфляцию, Саволи [6], Леви-Яти, Стурзеннегер [7], Понтинес, Раджан [8] приходят к выводу о том, что монетарные власти стали в большей степени склонны к участию в процессе курсообразования в периоды укрепления национальных валют, назвав этот феномен «страхом укрепления». Такое поведение, как утверждают Понтинес, Раджан [8], в период с 2000-го по июль 2009 г. было характерно для таргетирующих инфляцию монетарных властей Таиланда,

Филиппин, Индонезии, а также Индии и Сингапура¹. Такая ситуация сохранилась и в посткризисный период, когда при улучшении внешнеэкономической конъюнктуры и условий торговли цель проводимых валютных интервенций сводилась к пополнению валютных резервов, объем которых существенно сократился в период кризиса. Такой тактики придерживались центральные банки, реализующие курсовую политику не только в рамках плавающего (Центральный банк Турецкой Республики), но и свободно плавающего валютного курса (например, Центральный банк Чили, Банк Мексики).

В целом, как свидетельствует мировой опыт, курсовая политика остается значимым элементом денежно-кредитной политики в развивающихся странах, центральные банки которых придерживаются инфляционного таргетирования. Тактика ее реализации может варьироваться в зависимости от решаемых задач (пополнение валютных резервов, снижение курсовой волатильности), однако *конечная цель курсовой политики заключается в поддержании/достижении ценовой и финансовой стабильности*. Именно отсутствие целей по поддержанию определенного уровня/динамики обменного курса определяет отличительные особенности и методы ее реализации в таргетирующих инфляцию странах.

Отметим, что валютные интервенции проводятся таргетирующими инфляцию центральными банками в целях пополнения валютных резервов или сглаживания курсовой волатильности. Возможность возобновления интервенций при возникновении рисков макроэкономической стабильности центральные банки оговаривают непосредственно в процессе перехода к плавающему валютному курсу или же в программных документах на очередной период. Такой подход был задействован, например, Национальным банком Польши, объявившем в Руководстве по денежно-кредитной политике на 2010 г., а затем и на 2011 г. о возможности проведения валютных интервенций [9], [10].

Специфика интервенций, проводимых центральными банками, таргетирующими инфляцию, заключается, во-первых, в отсутствии цели по поддержанию или достижению определенного обменного курса, в отличие от центральных банков, таргетирующих обменный курс. Во-вторых, зачастую центральные банки проводят валютные интервенции в соответствии с интервенционными правилами, которые, как показывает практика, бывают двух видов: качественное и количественное.

В первом случае речь идет о правиле, конечная цель которого заключается в пополнении валютных резервов. В рамках такого подхода монетарные власти анонсируют их целевой объем и/или временной интервал, в течение которого эти операции будут осуществляться. В такой форме интервенционное

¹ Банк Кореи на всем рассматриваемом интервале времени придерживался инфляционного таргетирования, тогда как центральный банк Таиланда о его внедрении объявил во II квартале 2000 г., Филиппин – в I квартале 2002 г., Индонезии – в III квартале 2005 года.

правило формулировали монетарные власти Чили, Мексики, Таиланда [11], Индии [12] и Индонезии [13]. Во втором случае устанавливаются не только объемы и периодичность проведения интервенций, но и параметры коридора курса, в рамках которого центральный банк сохраняет толерантность к его колебаниям. Подобный подход был применен, например, центральным банком Колумбии в 1999 г. и октябре 2009 г., а также Банком Гватемалы в 2010 г. (официально впервые сформулирован в 2005 г.). В обоих случаях цель интервенций центральных банков сводилась к ограничению избыточной курсовой волатильности. Как показывает практика, операции по купле/продаже иностранной валюты могут осуществляться посредством либо прямого приобретения иностранной валюты, либо заключения сделок «валютный своп» или размещения пут-опционов, обладатели которых получают право продать иностранную валюту регулятору при достижении оговоренных условий.

Обобщая опыт развивающихся стран, к числу факторов, вызывающих активизацию интервенционной политики, можно отнести резкий разворот финансовых потоков, обесценение национальных валют развивающихся стран и повышение курсовой волатильности, сопровождавшие замедление, а в отдельных случаях и падение темпов экономического роста (см. табл. 1).

В настоящее время из числа таргетирующих инфляцию стран плавающего режима курсообразования придерживаются монетарные власти 17

развивающихся экономик, в число которых входят Бразилия, Индонезия, Колумбия, Перу, Турция, Южная Африка. Однако и в случае с плавающим валютным курсом объемы реализуемых регулятором интервенций не должны ограничивать амплитуду колебаний обменного курса, обусловленных влиянием фундаментальных факторов. Узкий коридор колебаний обменного курса национальной валюты, являющийся результатом интенсивных валютных интервенций, говорит о наличии у регулятора определенной цели по уровню или динамике обменного курса, что не совместимо с принципами инфляционного таргетирования. Подобные меры были задействованы, например, Банком Индонезии в 2010 г. и 2012 г., в результате чего фактическая динамика номинального обменного курса индонезийской рупии не выходила за пределы 2% валютного курса, что даже при отсутствии официальных заявлений регулятора об изменении своей стратегии послужило причиной переклассификации де-факто реализуемой курсовой политики.

Отметим, что использование косвенных механизмов регулирования соотношения спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке не противоречит принципам инфляционного таргетирования. Так, например, в целях удовлетворения спроса на валютную ликвидность центральные банки Чили, Польши, Южной Кореи, Бразилии и Венгрии прибегали к заключению сделок «валютный своп», Аргентины, Бразилии и Филиппин – проводили операции РЕПО в иностранной валюте. Помимо

Таблица 1

Изменения курсовой политики в развивающихся странах со свободно плавающим курсом в период кризиса 2008–2009 гг. и посткризисного развития

Режим обменного курса	Методы регулирования обменного курса	Период
Банк Мексики		
Октябрь 2008 г. – плавающий курс	Ограничение курсовой волатильности, 5 незапланированных аукционов по продаже иностранной валюты (11 млрд дол.), возобновление ежедневных операций по 400 млн дол.	Октябрь 2008 г.
	Незапланированные аукционы, ежедневные интервенции сокращены до 300 млн дол.	Февраль–март 2009 г.
	Аукционы по приобретению иностранной валюты в целях пополнения международных резервов. Рост резервов с 99,6 до 120 млрд дол.	Февраль 2010 г.
Ноябрь 2011 г. – свободно плавающий курс	Прекращены аукционы по приобретению валюты, сохранил право продажи долларов в случае обесценения национальной валюты на 2% в объеме не более 400 млн дол. по курсу, на 2% превышающему средний за предыдущий месяц	Ноябрь 2011 г.
Центральный банк Чили		
Сентябрь 1999 г. – переход к свободно плавающему курсу	Пополнение валютных резервов на 8 млрд дол., по факту аукционы не состоялись в связи с обострением кризиса (5,75 млрд дол.)	Апрель 2008 г.
	Приступил к проведению валютных свопов с целью удовлетворения спроса на ликвидность. Проводились в течение 6 месяцев, срок предоставления увеличен с 1 мес. до 3 мес.	Сентябрь 2008 г.
	Операции по продаже валюты из Стабилизационных фондов от лица правительства. Операции осуществлялись ежедневно в равных объемах, сначала по 50 млн, затем по 40 млн	2009 г.
	Покупка валюты с целью пополнения валютных резервов на 12 млрд дол., по 50 млн дол. ежедневно	2011 г.
Национальный банк Польши		
2011 г. – плавающий курс	Ослабление чрезмерного курсового давления в целях поддержания макроэкономической и финансовой стабильности. Проведено 6 валютных интервенций	23 сентября – 30 декабря 2011 г.
30 ноября 2011 г. – свободно плавающий курс	Проведена последняя интервенция	

Источники: официальные сайты центральных банков Мексики, Чили и Польши.

этого, в Бразилии используется налог на финансовые операции, в Гонконге и Малайзии – предоставление гарантий по валютным вкладам, а в Южной Корее – по внешней задолженности в объеме, не превышающем 100 млрд дол. США [14]¹.

Таким образом, исследование особенностей реализации курсовой политики в таргетирующих инфляцию странах позволяет заключить, что валютные интервенции монетарными властями, во-первых, рассматриваются в качестве экстраординарной меры. Во-вторых, решения о возвращении на валютный рынок принимаются с учетом рисков для финансовой и макроэкономической стабильности. При этом, если приоритетной целью таргетирующих инфляцию центральных банков остается достижение целевого инфляционного ориентира, возобновление валютных интервенций в объемах, не препятствующих влиянию на курс фундаментальных факторов, не противоречит принципам инфляционного таргетирования. Однако, как неоднократно доказано практическим опытом реализации курсовой политики центральными банками развивающихся стран, попытки поддерживать фиксированный обменный курс могут быть успешными лишь на относительно краткосрочном временном интервале, по окончании которого в большинстве случаев центральные банки были вынуждены девальвировать свои валюты. В настоящее время обменный курс таргетируют лишь некоторые малые экономики со средним или высоким подушевым уровнем доходов [3].

Особенности курсовой политики Банка России.

В России де-юре режим фиксированного обменного курса, введенный в середине 1995 г., был отменен после кризиса 1998 г., тогда как де-факто формируемый в рамках управляемого плавающего валютного курса обменный курс российского рубля оставался «квазификсированным» до ноября 2014 г. Тем не менее активная трансформация курсовой политики, направленная на повышение гибкости процесса курсообразования, была начата в середине 2008 г. в ответ на первые проявления в России мирового финансово-экономического кризиса [15]. От проведения регулярных валютных интервенций и использования операционного валютного коридора, границы которого автоматически корректировались в зависимости от объемов валютных интервенций регулятора, Банк России отказался в ноябре 2014 г., при этом сохранив

¹ В октябре 2008 г. в целях ослабления курсового давления, связанного с возросшими сложностями по привлечению внешних заимствований для рефинансирования имеющихся долгов, Банк Кореи предоставил гарантии общим объемом в 100 млрд дол. по краткосрочной задолженности банков, что превышало ее фактический объем, достигавший на тот момент 80 млрд дол. Условия получения гарантий были указаны в Меморандуме о взаимопонимании между банком и Службой по финансовому надзору и предполагали обязательство банка по содействию кредитованию малых предприятий. В мае 2009 г. было принято решение о расширении программы гарантий на вновь привлекаемые банками обязательства до конца 2009 г. В результате к концу 2009 г. только несколько корейских банков могли привлечь ресурсы на внешнем рынке при отсутствии гарантии.

за собой право их проведения в случае возникновения рисков для финансовой стабильности.

Следуя принципам инфляционного таргетирования и опыту развивающихся стран, этот шаг правомерно рассматривать в качестве завершающего процесс перехода регулятора к инфляционному таргетированию. Подтверждает это и заключение МВФ, в соответствии с которым ноябрь 2014 г. рассматривается в качестве официальной даты внедрения инфляционного таргетирования в России [16]. Уже в феврале 2015 г. Банк России прекратил проведение валютных интервенций, устранившись от прямого участия в процессе курсообразования², оставив в своем распоряжении только косвенные механизмы воздействия на состояние внутреннего валютного рынка.

Отказ от участия Банка России в процессе курсообразования и внедрение принципов инфляционного таргетирования происходили в условиях резкого поступления иностранной валюты в Российскую Федерацию как по текущему, так и по капитальному счету платежного баланса. Возникший дефицит долларовой ликвидности частично покрывался Банком России посредством инструментов валютного рефинансирования (валютный своп и валютное РЕПО) [17], тем не менее этот фактор в совокупности с паническими настроениями экономических агентов усилил обесценение национальной валюты.

Сложность внедрения принципов таргетирования инфляции в России заключалась и в отсутствии в России емкого рынка, прежде всего, государственных ценных бумаг, традиционно используемых в качестве залогового обеспечения по предоставляемым центральными банками кредитам. Как показывает практика, большинству таргетирующих инфляцию стран присущ устойчивый дефицит бюджета расширенного правительства, что создает условия для развития рынка высоколиквидных ценных бумаг. Его величина на момент перехода к режиму таргетирования инфляции в большинстве случаев колебалась в диапазоне от 1 до 5% ВВП. В то же время, например в Норвегии, относящейся к таргетирующим инфляцию странам, бюджетный дефицит достигал 13% ВВП. Однако, как показывает практика, гибкость механизмов таргетирования инфляции позволяет успешно следовать данным принципам в странах, принципиально отличающихся по уровню экономического развития. Подстройка осуществляется в том числе за счет манипулирования шириной допустимого диапазона колебаний целевого индикатора. Так, например, в развивающихся странах, монетарные власти которых сохраняют присутствие на внутреннем валютном рынке плавающего режима курсообразования, используется более широкий це-

² О прекращении валютных интервенций Банком России свидетельствуют данные об объеме операций регулятора по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, тогда как изменение международных валютных резервов может быть обусловлено не только прямыми операциями по купле (продаже) иностранной валюты, но и проведением операций валютного РЕПО, курсовой переоценкой резервов, изменением стоимости золота и др.

левой диапазон, что позволяет учитывать в том числе последствия высокой курсовой волатильности.

Валютные интервенции были возобновлены Банком России в мае 2015 г. Объявленное регулятором непосредственно в день (14 мая) проведения первых операций по приобретению долларов США интервенционное правило¹ оговаривало не только цель, заключающуюся в пополнении международных резервов, но и допустимый объем ежедневных операций (100–200 млн дол.). Более того, регулятор не только не преследовал цель по поддержанию определенного уровня обменного курса, о чем было официально объявлено, но и оговаривал необходимость равномерного распределения осуществляемых операций в течение всего торгового дня с тем, чтобы минимизировать их влияние на курсовые параметры. Фактически в мае – июле 2015 г. ежедневно Банк России приобретал в среднем 191 млн дол., что соответствовало правилу регулятора. Учитывая, что среднедневной оборот валютного рынка, рассчитанный по данным Банка России, в 2015 г. превышал 43 млрд дол., операции Банка России составляли менее 0,5% этой величины.

Сопоставляя действия Банка России и центральных банков других таргетирующих инфляцию центральных банков, можно заключить, что как возобновление интервенций Банком России, так и тактика их проведения не только не противоречат принципам

таргетирования инфляции, но и вписываются в мировую практику. В своем стремлении обезопасить экономику от внешних шоков, поддерживая объем валютных резервов на уровне, превышающем международные нормы их достаточности, Россия также не является исключением. На более высоком, чем в России, с учетом объемов импорта уровне объем международных резервов поддерживают монетарные власти Бразилии (22,0 мес.), в Перу фактический объем резервов покрывает 14,8 мес., в Колумбии – 10,5 мес. импорта (см. табл. 2).

Необходимость поддержания валютных резервов на уровне, превышающем достаточный, в том числе в странах, таргетирующих инфляцию, продиктована мандатами центральных банков, наделяющими их полномочиями по поддержанию макроэкономической, или более широко, финансовой стабильности [1]. Обеспечение финансовой стабильности центральными банками рассматривается в качестве необходимого условия достижения ценовой стабильности. Накапливая валютные резервы, таргетирующие инфляцию центральные банки обеспечивают себе возможность, во-первых, сглаживать курсовую волатильность, во-вторых – поддерживать ликвидность внутреннего валютного рынка, в том числе путем валютного рефинансирования кредитных организаций. При этом необходимо учитывать, что для таргетирующих инфляцию развивающихся стран обесценение национальных валют чревато ростом инфляционного давления за счет эффекта переноса динамики обменного курса на цены [18], а также повышения инфляционных ожиданий [19]. Предоставляя экономическим агентам валютные ресурсы, монетарные власти содействуют достижению целевого инфляционного ориентира. В-третьих, поддержание международных резервов на достаточном уровне является некоторой гарантией макроэкономической стабильности, облегчая доступ к международному финансовому рынку и снижая стоимость привлечения заемных средств [20].

Вместе с тем заметим, что колебания обменного курса российского рубля повторяют движения обменных курсов национальных валют развивающихся стран, монетарные власти которых, как и Банк России, придерживаются инфляционного таргетирования. После ярко выраженного обесценения валют развивающихся стран в течение 2015 г. их движение в 2016 г. формировалось под влиянием ожиданий очередного повышения ставки ФРС США (рис. 3).

Интересно, что, несмотря на прекращение Банком России валютных интервенций летом 2015 г. и последовательное сокращение объемов валютного рефинансирования, среднемесячная волатильность обменного курса рубля и к доллару, и к евро последовательно снижается. После ее всплеска до 16,6% в 2014 г., сопровождавшего, как и в других развивающихся странах, отказ центрального банка от участия в процессе курсообразования, по мере адаптации экономических агентов к новым условиям хозяйствования, в 2016 г. среднемесячная курсовая волатильность обменного курса доллара США к ру-

Таблица 2

Оценка достаточности международных резервов по состоянию на конец III квартала 2016 г.

	Международные резервы		Трехмесячный объем импорта, млрд дол.
	млрд дол.	в месяцах импорта	
<i>Свободно плавающий курс</i>			
Мексика	180,5	5,2	103,3
Чили	39,4	7,0	16,8
Польша	111,9	6,0	56,1
Россия	397,7	18,7	63,8
<i>Плавающий курс</i>			
Албания	3,1	6,9	1,3
Индонезия	115,7	9,0	38,7
Таиланд	180,5	10,0	53,9
Бразилия	370,4	22,0	50,4
Колумбия	46,6	10,5	13,3
ЮАР	47,2	6,4	22,0
Турция	117,8	6,7	52,5
Парагвай*	6,6	8,6	2,3
Перу**	61,5	14,8	12,5
Филиппины	86,1	10,2	25,2
Молдова	2,1	6,1	1,1
Румыния	41,7	6,4	19,6

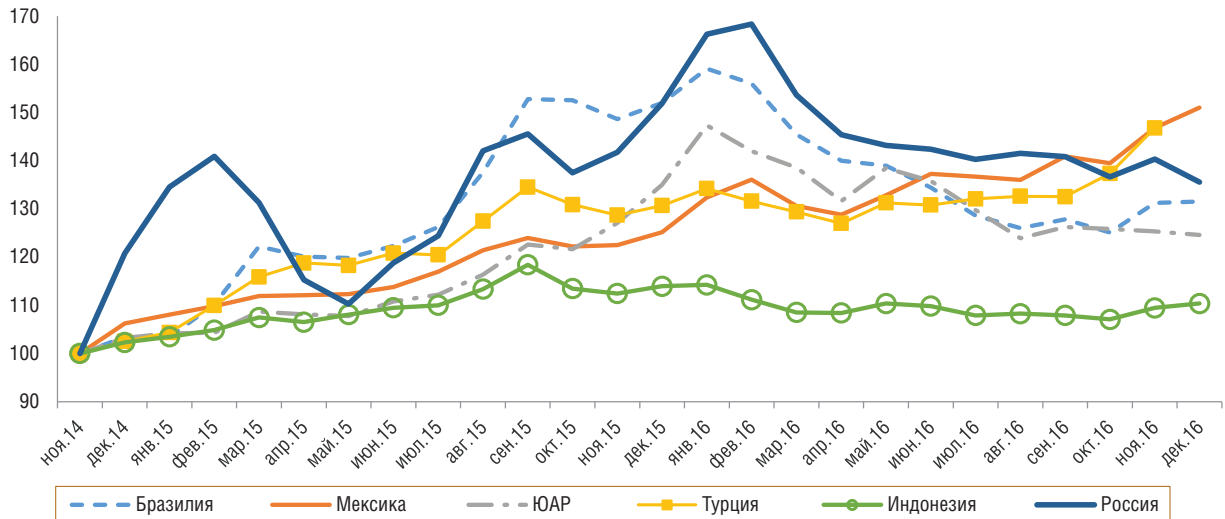
* По состоянию на конец I квартала 2016 года.

** По состоянию на конец 2015 года.

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов.

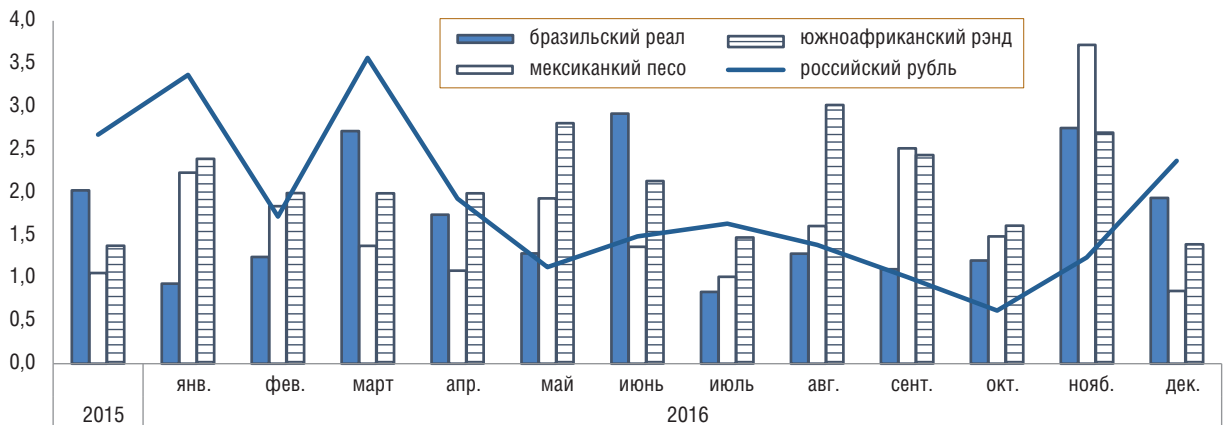
¹ Об операциях Банка России на внутреннем валютном рынке. Банк России. Пресс-релиз от 14 мая 2015 года.

Рис. 3. Динамика номинального курса доллара к национальным валютам развивающихся стран (ноябрь 2014=100%)



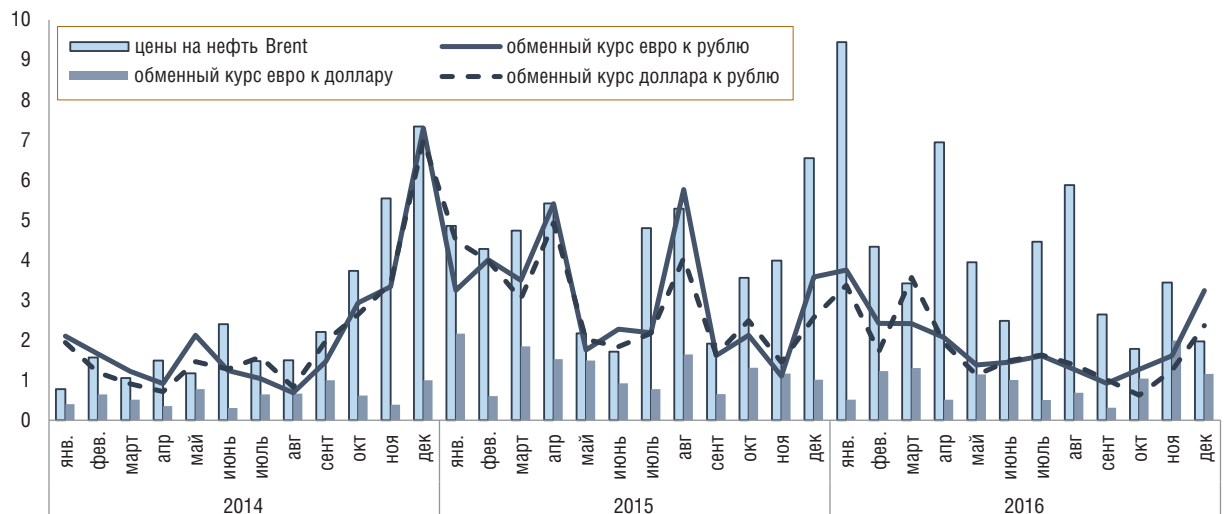
Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов.

Рис. 4. Волатильность обменного курса доллара к национальным валютам отдельных развивающихся стран, таргетирующих инфляцию



Источники: Банк России (www.cbr.ru), ФРС США (www.federalreserve.gov), расчеты авторов.

Рис. 5. Волатильность мировых цен на нефть и обменных курсов евро и доллара к рублю



Источники: Банк России (www.cbr.ru), ФРС США (www.federalreserve.gov), расчеты авторов.

блю снизилась до 7,4%, внутримесячная – до 1,6%¹. Большой внутримесячной волатильностью в 2016 г. отличались колебания доллара к южноафриканскому рэнду, достигавшие в среднем 2,1%. По отношению к мексиканскому песо и бразильскому реалу она достигала 1,6% и 1,5% (рис. 4). Для сравнения, рассчитанная аналогичным образом волатильность евро к доллару в 2016 г. составила 0,8%, тогда как китайского юаня, несмотря на действия монетарных властей по повышению гибкости курсообразования, только 0,3%.

С переходом Банка России к плавающему валютному курсу его корреляция с ценовой конъюнктурой сырьевых рынков ослабевает. Так, в 2016 г. корреляция между коэффициентами волатильности обменных курсов доллара США и евро к рублю и волатильности

мировых цен на нефть снизились до 0,47 по сравнению с 0,59 и 0,64 соответственно годом ранее. В 2014 г. они достигали 0,92 и 0,88 соответственно (рис. 5).

Таким образом, реализуемая Банком России курсовая политика не только полностью соответствует принципам инфляционного таргетирования, но и с лета 2015 г. отвечает требованиям свободно плавающего обменного курса. Полное прекращение валютных интервенций летом 2015 г., в том числе в целях пополнения валютных резервов, способствовало ослаблению зависимости колебаний обменного курса российского рубля от ценовой конъюнктуры сырьевых рынков. Снижается и волатильность обменного курса рубля, что говорит о достаточно быстрой адаптации экономических агентов к новым условиям. Учитывая, что тактика курсовой политики была изменена регулятором в достаточно сложных экономических условиях, повышение курсовой волатильности, являющееся закономерным следствием перехода к гибкому курсообразованию, в России оказалось по мировым меркам не столь существенным.

¹ Среднемесячная волатильность обменного курса доллара к другим валютам рассчитывается на основе среднемесячных значений обменного курса доллара, внутримесячная – на основе ежедневных официальных курсов и представляют собой процентное отношение стандартного отклонения обменного курса к его среднемесячному значению.

Список литературы

1. Дробышевский С., Киюцевская А., Трунин П. Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса // Вопросы экономики. 2016. № 5. С. 5–24.
2. Трунин П. В., Божечкова А. В., Киюцевская А. М. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования? // Деньги и кредит. 2015. № 4. С. 61–67.
3. Киюцевская А. М. Денежно-кредитная политика: специфика и особенности реализации на современном этапе экономического развития // Экономическая политика. 2016. Т. 11. № 2. С. 92–111.
4. Aizenman J., Chinn M. D., Ito H. The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating New Patterns of the Trilemma Configuration // Journal of International Money and Finance. 2010. Vol. 29. № 4. P. 615–641.
5. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // Quarterly Journal of Economics. 2002. Vol. 117. № 2. P. 379–408.
6. Cavoli T. Is Fear of Floating Justified? The East Asia experience. // Journal of Policy Modeling. 2009. № 31. P. 1–16.
7. Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Fear of Appreciation // The World Bank. Working paper 07-047. 2007.
8. Pontines V., Rajan R. S. Foreign Exchange Market Intervention and Reserve Accumulation in Emerging Asia: Is There Evidence of Fear of Appreciation? // Elsevier. 2011. Vol. Economics Letters. № 111.
9. Monetary Policy Guidance for 2010. National Bank of Poland. 2009.
10. Monetary Policy Guidance for 2011. National Bank of Poland. 2010.
11. Neerly J. The Practice of Central Bank Intervention: Looking under the Hood. Federal Reserve Bank of St. Louis. May/June 2001.
12. Tripathy R. Intervention in Foreign Exchange Markets: The Approach of the Reserve Bank of India // BIS Papers 73. 2013.
13. Ho Y., Purnomo H. Bank Indonesia to Intervene in Forwards Market from October. 2015. September 30. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-30/bank-indonesia-to-intervene-in-forwards-market-from-october>
14. The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Economies. Bank for International Settlements. December. 2010.
15. Киюцевская А. М. Плавающий курс российского рубля: миф или реальность // Вопросы экономики. 2014. № 2. С. 5–67.
16. Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions. International Monetary Fund. 2015.
17. Мау В., Божечкова А., Кнобель А., Киюцевская А., Трунин П. et al. Российская экономика в 2014 году. Тенденции и перспективы. М.: Институт Гайдара, 2015. (Вып. 36).
18. Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России // Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 21–35.
19. Guimarães R. P., Karacadag C. The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Cases of Mexico and Turkey. International Monetary Fund. WP/04/123. 2004.
20. Obstfeld M, Shambaugh J., Taylor A. M. Financial Stability, the Trilemma and International Reserves // American Economic Journal: Macroeconomics. April 2010. Vol. 2. P. 57–94.