

DOI 10.37882/2223–2974.2022.08.26

ВАЛЮТНЫЙ ФАКТОР В НОВЫХ УСЛОВИЯХ ГЕОЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И КРИЗИСНОГО РАЗВИТИЯ¹

CURRENCY FACTOR IN NEW CONDITIONS OF GEO — ECONOMIC UNCERTAINTY AND CRISIS DEVELOPMENT

**E. Sokolova
A. Tanasova**

Summary. A large body of research is devoted to various factors in currency policy. Questions about the revaluation or underestimation of the national currency rate, fluctuations, the variability of this per unit of time relative to another currency (that is, so-called volatility of the national currency rate), strengthening or weakening of currency regulation mechanisms are always relevant for the economy and participants in economic processes. There are two opposite trends that affect the amplitude and the frequency of course fluctuations, that is, they are pro — volatile factors in its change. All researchers note that the exchange rate volatility, that is, sharp changes in its unit of time, is a negative factor for the activities of individual industries, and in general for the economic development of any state. Volatility in emerging markets in times of instability in international financial markets and during crisis is especially high. A similar situation was observed recently in connection with the coronavirus pandemic, when uncertainty significantly increased, which led to an increase in volatility in foreign exchange markets. External circumstances, primarily pandemics, trade and currency wars, sanctions regimes with poorly predicted consequences, greatly affect volatility. Currently, in the context of the decisions made to stabilize the national currency, the supply of foreign currency has increased, and the ruble exchange rate is successfully restrained from a sharp increase, despite confiscation measures against Russia's foreign exchange reserves and sanctions on its gold reserves. With the exhaustion of inventories and the development of new exchange channels, pressure on the foreign exchange market will increase, increasing the volatility of the national currency. Reducing the ruble volatility for a longer term can be achieved by a balanced budget policy, the development of national demand for domestic goods, and the development of new sales markets for traditional exports.

Keywords: exchange rate, volatility, currency policy, support measures, financial markets.

Соколова Елена Юрьевна

*К.э.н., доцент, в.н.с., Финансовый университет при
Правительстве РФ, Москва
EYSokolova@fa.ru*

Танасова Анна Станиславовна

*К.э.н., Финансовый университет при
Правительстве РФ, Москва
ASTanasova@fa.ru*

Аннотация. Различным факторам валютной политики посвящен большой корпус исследований. Вопросы о переоцененности или недооцененности курса национальной валюты, колебаний, изменчивости этого курса в единицу времени относительно иной валюты (то есть так называемой волатильности курса национальной валюты), усиления или ослабления механизмов валютного регулирования всегда являются актуальными для экономики и участников экономических процессов. Существуют две противоположные тенденции, влияющие на амплитуду и частоту колебания курса, то есть являются про-волатильными факторами его изменения. Все исследователи отмечают, что волатильность валютного курса, то есть резкие его изменения в единицу времени, является негативным фактором и для деятельности отдельных отраслей, и в целом для экономического развития любого государства. Особенно возрастает волатильность в странах с развивающимися рынками в периоды нестабильности на международных финансовых рынках и в кризисные периоды. Похожая ситуация наблюдалась и в 2020 г. в связи с пандемией коронавируса, когда существенно повысилась неопределенность, которая привела к росту волатильности на валютных рынках. На волатильность сильно влияют и внешние обстоятельства, прежде всего пандемии, торговые и валютные войны, санкционные режимы со слабо прогнозируемыми последствиями. В настоящее время в условиях принятых решений по стабилизации национальной валюты предложение иностранной валюты увеличилось, и курс рубля удачно сдерживается от резкого роста, несмотря на конфискационные меры в отношении валютных резервов России и санкций в отношении ее золотых резервов. С исчерпанием товарных запасов и освоением новых каналов товарообмена будет нарастать давление на валютный рынок, увеличивая волатильность курса национальной валюты. Снижения волатильности рубля на более длительную перспективу можно добиться сбалансированной бюджетной политикой, развитием внутреннего спроса на отечественные товары, освоением новых рынков сбыта для товаров традиционного экспорта.

Ключевые слова: валютный курс, волатильность, валютная политика, меры поддержки, финансовые рынки.

¹ Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета 2022 года

Различным факторам валютной политики посвящен большой корпус исследований. Вопросы о переоцененности или недооцененности курса национальной валюты, колебаний, изменчивости этого курса в единицу времени относительно иной валюты (то есть так называемой волатильности курса национальной валюты), усиления или ослабления механизмов валютного регулирования всегда являются актуальными для экономики и участников экономических процессов. Большинство мнений сходятся на том, что если в экономике основными драйверами экономического роста являются отрасли, ориентированные на экспорт сырья и продукции, то для их стимулирования полезен слабый курс национальной валюты. Ориентация же на рост внутреннего потребления, с другой стороны, требует высокого курса национальной валюты для нейтрализации конкуренции со стороны импортных товаров (и услуг) на национальном рынке (при сходном их качестве и последующем обслуживании, конечно). Таким образом, есть две противоположные тенденции, влияющие на амплитуду и частоту колебания курса, то есть являются про-волатильными факторами его изменения.

Проведенные исследования говорят о том, что не существует общих решений для успешного экономического развития какой-либо страны на определенном этапе. Очевидно, что развитие экономики должно носить качественный характер, то есть характеризоваться стабильной работой факторов её роста. Также очевидно, что нельзя рассчитывать на стабильное развитие экономики, если она односторонне ориентирована только на экспорт, и последние события, связанные с пандемией и торговой войной, объявленной нашей экономике со стороны традиционных импортеров нашего сырья и продукции, хорошо иллюстрируют этот тезис. Все исследователи отмечают, что волатильность валютного курса, то есть резкие его изменения в единицу времени, является негативным фактором и для деятельности отдельных отраслей, и в целом для экономического развития любого государства.

В период формирования и распространения мощи американской экономики в мире США придерживались политики сильного доллара как главного инструмента экономической экспансии. Как замечает М.В. Ершов [1], «дорогая валюта позволяет более эффективно «входить» в экономическое пространство других стран, ставить под контроль иностранные активы, которые будут для американских инвесторов более дешевыми, ставить под контроль основные финансовые потоки. Чем дороже валюта, тем эффективнее и экономичнее это можно сделать».

Некоторые страны с развитой экономикой одновременно с применением механизмов торговой политики использовали и управляемое изменение валютного курса, чтобы избежать проникновения на их рынки нежелательного инвестиционного капитала и повышения защиты от импорта из США. С середины 90-х годов 20 века Швейцария, Япония, Дания, Великобритания, Швеция удерживали курсы своих национальных валют завышенными к американскому доллару. Подобная политика являлась, скорее всего, стратегией, позволяющей перечисленным странам придерживаться «умеренной вовлеченности» в процессы интеграции [1]. И, очевидно, при этом запаздывать с внедрением технологических инноваций в связи со снижением уровня конкуренции со стороны импорта.

С заниженным курсом также не так всё однозначно — целесообразно отметить, что для осуществления текущей деятельности несомненно важны экспортно-импортные операции, но более значимыми являются капитальные операции, позволяющие эффективно проводить операции с реальными активами. С одной стороны, заниженный курс национальной валюты, способствует повышению эффективности деятельности национальных экспортеров, но, с другой стороны, ведет к снижению стоимости активов экспортера и делает его уязвимым к приобретению указанного экспортера иностранными конкурентами. Однако, если искусственное сдерживание на том ли ином уровне валютного курса, само по себе достаточно частое явление и, если оно управляемо и прогнозируемо во времени и величине, то оно не может рассматриваться как однозначно негативный фактор (ибо это явление управляемо со стороны монетарных властей, экономические субъекты могут планировать своё поведение и инвестиционные стратегии), то резкие колебания обменного курса, то есть его волатильность, напротив, как раз резко отрицательно влияют на поведение экономических субъектов, отвлекают их от инвестиционных целей в сторону склонности к сбережению, и, тем самым не способствуют экономическому росту.

В исторической ретроспективе многие развивающиеся страны по совету международных финансовых организаций перешли к режиму фиксированного номинального обменного курса или к режиму свободно плавающего обменного курса. В результате таких переходов в развивающихся странах, как раз из-за диспропорций в развитии отраслей народного хозяйства, возрос риск существенной девальвации национальной валюты и риск валютных кризисов. Режим фиксированного номинального обменного курса оказался не способен противостоять внешней нестабильности (например, торговым шокам), он уязвим к спекулятивным атакам. Но и режим свободного плавания тоже имеет от-

рицательные черты: он часто ведет к «свободному падению» курса, учитывая, что поведение потоков капитала изменчиво и носит проциклический характер [3]. Таким образом, оба режима в развивающейся экономике провоцируют волатильность национальной валюты.

Неустойчивая национальная валюта снижает ее привлекательность для населения и усиливает отток капитала, в том числе, посредством канала покупок населением иностранной валюты и золота. Волатильная валюта отрицательно влияет на стоимость национальных активов, снижая ее и формируя большие премии за риск (в результате обостряется проблема залогового обеспечения — т.н. margin calls), делая эти активы менее привлекательными для национальных и международных инвесторов. Как результат — бегство сделок в более стабильную валюту с высокой премией за риск, то есть повышение долларизации экономики. Обесцененная национальная валюта ведет к неэквивалентному межгосударственному обмену, поскольку удешевление национальной валюты сокращает и валютную оценку доходов населения и, таким образом, ведет к снижению спроса населения на международном рынке. Таким образом население страны с обесценивающейся валютой становится относительно беднее населения той страны, по сравнению с чьей валютой обесценилась национальная валюта. Кроме того, дешевая национальная валюта влияет на оценку ВВП, доходов и активов, и других показателей уровня развития государства в иностранной валюте, способствуя ее уменьшению. Иностранные инвесторы также оказываются отрезаны от внешних рынков и утрачивают возможность осуществлять полномасштабные инвестиции, поскольку дешевая национальная валюта делает иностранные активы недоступно дорогими [2].

При резком росте курса национальной валюты дорожает экспорт, соответственно, падают конкурентные преимущества национальных товаров на международном рынке, падает количество сделок, снижается приток валюты в страну, страдает бюджет, снижается инфляция в стране. Таким образом, важным аспектом валютной политики является недопущение именно неоправданных колебаний валютного курса, то есть профилактика его волатильности. Как отмечает ЮНКТАД, устойчивый обменный курс — основополагающий принцип экономики, который влияет на рост и занятость [4]. Повышенная волатильность валютного курса привлекательна только для спекулятивных операций, но такая волатильность значительно ограничивает возможности бизнеса по прогнозированию и планированию деятельности.

Особенно возрастает волатильность в странах с развивающимися рынками в периоды нестабильности

на международных финансовых рынках и в кризисные периоды. Несмотря на то, что все кризисы имеют различные причины и происхождение, как правило, в такие периоды сокращается приток иностранной валюты в менее развитые страны, начинается отток капитала в более развитые, приобретая вид перетока «горячих денег». Данные процессы приводят к резкому обесценению национальных валют, росту инфляции и повышению стоимости внешнего долга. Несмотря на то, что с целью сохранения привлекательности национальной валюты и предотвращения оттока капитала, центральные банки развивающихся стран повышают процентные ставки, как правило, сокращается инвестиционная активность в этих странах. Производители не ожидают быстрого восстановления спроса после значительной девальвации валюты и ограничивают инвестиционную активность.

Похожая ситуация наблюдалась и в 2020 г. в связи с пандемией коронавируса, когда существенно повысилась неопределенность, которая привела к росту волатильности на валютных рынках. В отличие от предыдущих кризисов, когда негативные явления в экономике происходили от финансового сектора, в 2020 г. к синхронному шоку на финансовых рынках привел экономический ущерб, обусловленный введением ограничений, необходимых для борьбы с пандемией коронавируса.

В начале эпидемии коронавируса в Китае в январе-феврале 2020 года после введения серьезных карантинных ограничений китайскими властями, происходящее долгое время игнорировалось финансовыми рынками. На американском фондовом рынке устанавливались рекорды роста, наблюдался всеобщий оптимизм, поскольку считалось, что коронавирус — это локальное явление, которое не повлияет на мировую экономику. Однако уже в марте на смену оптимизму пришла массовая паника. На примере Италии стало очевидно, что ни одна страна не застрахована от тяжелых последствий инфекции. На рынках развивающихся стран начался существенный отток капитала и бегство в валюты развитых стран. Быстрота и объемы перетока капитала превысили показатели, наблюдаемые во все предыдущие кризисы, включая 2008–2009 гг. Фондовые индексы и курсы валют значительно снизились, спреды расширились, то есть их поведение стало чрезвычайно волатильным. Таким образом волатильность привела в итоге к тому, что валюты всех развивающихся стран снизились по отношению к доллару США. Самыми пострадавшими оказались экономики сырьевых стран.

Повысившееся неприятие риска глобальными инвесторами отрицательно сказалось на финансовом рынке России и иных сырьевых стран. Отток портфельных

инвестиций с развивающихся рынков на конец января 2020 г. составил более 100 млрд. долл. США. Валюты развивающихся стран заметно ослабли по отношению к американскому доллару (национальные валюты Бразилии, Колумбии, России, ЮАР, Мексики потеряли около 20%). Начался уход инвесторов от рисков, что привело к росту волатильности валют (с тенденцией к обесценению) и последующему оттоку капитала с развивающихся рынков на развитые. Так, валюты всех развивающихся стран, исключая южнокорейскую вону и китайский юань, летом 2020 года оказались слабыми по отношению к американскому доллару: ослабление турецкой лиры, бразильского реала и рубля составило более 10%.

Такое ухудшение ситуации в мировой экономике вызвало повышенную волатильность на финансовом рынке, что негативно сказалось на переоценке позиций, и возникла необходимость выплаты участниками рынка маржин-коллов. ЦБ РФ сумел смягчить последствия этого шока для российских финансовых организаций путем выделения дополнительной ликвидности и определенных нормативных послаблений: банки получили возможность применять фиксированную справедливую стоимость курсов валют при расчете нормативов. Сам Банк России говорит о том, что эпизод повышенной волатильности в марте 2020 г. доказал эффективность политики девальютации банковского сектора, проводимой ЦБ РФ с 2016 г., когда регулятор, в отличие от 2014–2015 гг. сумел удовлетворить повышенный спрос на иностранную валюту исключительно на рыночных условиях [5].

Существенную поддержку финансовым рынкам оказали меры, объявленные правительствами стран: прямое финансирование отдельных отраслей, отсрочка или отмена налогов, предоставление гарантий по кредитам МСП. Меры поддержки, а особенно меры бюджетного и денежного стимулирования, которые незамедлительно стали осуществляться развитыми странами, являлись главной причиной, почему финансовым рынкам удалось восстановить свои потери достаточно быстро. ФРС США опустила процентную ставку до нуля и начала реализовывать масштабную программу количественного смягчения. Инвесторы стали вести себя спокойнее, и волатильность курсов снизилась [6].

МВФ в докладе о состоянии мировой фискальной политики в апреле 2021 года привел обобщенную модель перехода к новой постковидной экономике [7]. Эксперты МВФ рассматривают разные стратегии снижения расходов для стран с разным уровнем доходов. По их мнению, развитым экономикам целесообразно более оперативно заменять прямую поддержку

на меры по ускорению экономического роста и поддержке инклюзивности, учитывая возрастную структуру населения и высокий уровень государственного долга в этих странах. Развивающимся странам, имеющим средний доход и высокий государственный долг, для постковидного перехода рекомендуется повысить внутренние доходы, эффективность государственных расходов, упростить деятельности частного сектора через дерегулирование, поднять качество госуправления и укрепить правовые нормы. Государствам с низким уровнем дохода необходимо устранить пробелы в своих долговых операциях, включая слабую правовую базу, отсутствие управления операционными рисками, недостаточный аудит и недостаточный охват статистики по финансовым операциям [8, 9].

Центральные банки развивающихся стран использовали различные формы валютных интервенций для улучшения ликвидности и смягчения волатильности обменного курса. Например, они подписали или обновили линии валютных свопов друг с другом (Аргентина и Китай, Китай и Таиланд, Китай и Турция, Индонезия и Республика Корея, а также Индия и Шри-Ланка), снизили требования к валютным резервам для банков (Китай, Индонезия, Перу и Турция), провели операции обратного выкупа иностранной валюты (Бразилия) и хеджирование обменного курса (Колумбия). Несколько стран, таких как Аргентина, Китай, Индия и Перу, также скорректировали меры по управлению потоками капитала, стремясь стимулировать приток и смягчить отток [10].

В развитых странах на протяжении 2020 г. основным средством антикризисной политики оставалось вливание ликвидности на рынки, однако учитывая низкие показатели инфляции, его возможности были ограничены. В России, при наличии более высокого показателя инфляции, возможности для проведения регулятором более мягкой ДКП были шире. На протяжении длительного периода Центральный банк РФ при наступлении экономического кризиса вел жесткую денежно-кредитную политику и повышал ставки. Впервые в 2020 г. регулятор снизил ключевую ставку на фоне кризиса и производил ее понижение в течение всего года, перейдя к антициклической политике. Общим вызовом большинства развитых и некоторых развивающихся экономик оставалась исключительно низкая инфляция с риском перехода в дефляцию, несмотря на проведение сверхмягкой денежной политики [11].

Если в 2020 г. произошло глубокое падение мировых финансовых рынков, то в 2021 г. можно было наблюдать их быстрое восстановление и рост. Происходило это за счет низких процентных ставок, масштабных вливаний дополнительной ликвидности на рынки, операции

США по выкупу собственных акций, а также увеличения числа мелких инвесторов — физических лиц.

Если сравнивать текущий кризис и 2007–2009 гг., то можно увидеть разницу в принимаемых мерах поддержки. В 2007–2009 гг. ликвидность в основном направлялась в банковский сектор, тогда как в 2020–2021 гг. дополнительные средства шли на финансирование реального сектора, и в меньшем количестве в банковский. И это способствовало перетоку средств на фондовый рынок, позволяло ему расти, а также сказалось на сохранении невысоких показателей инфляции, так как ликвидность не попала в потребительский сектор. Принимая во внимание эффект низкой базы за 2020 г., сложились факторы для повышения роста экономики. Как отмечают международные организации, в совокупности мировые расходы на поддержку экономики составили порядка 16% мирового ВВП, и это явилось самыми значительными финансовыми расходами после Второй мировой войны [12].

К концу 2021 г. страны стали задумываться о сокращении мер поддержки. Однако, следует отметить, что сокращение ликвидности на рынках может привести к ограничению возможностей по развитию и росту экономики. Банк международных расчетов замечает, что в результате ухудшения условий на рынках последствия могут иметь отрицательный эффект и потребуют принятия непростых шагов для нормализации ситуации [13]. Многие страны в 2022 году уже начали отход от чрезмерно мягкой денежно-кредитной политики и ее нормализацию путем повышения процентных ставок. Если это получит массовый характер, то ситуация с ростом экономики может осложниться.

Результаты повышенного предоставления ликвидности сказались на балансах центральных банков, которые заметно увеличились. Например, увеличение баланса произошло в Швейцарии, которая находится среди лидеров по увеличению ликвидности. Заметим, что Швейцария является эмитентом одной из самых низковолатильных валют — швейцарского франка, который называют «валютой — убежищем». Возможно, что именно быстрое предоставление ликвидности в крупных размерах с целью регулирования финансового рынка от потрясений, и делает швейцарский франк такой надежной валютой, наряду с подчеркнутым нейтралитетом (до недавнего времени) Швейцарии [14].

Времена финансовых кризисов побуждают дискуссии и об обоснованности позиции доллара США как основной мировой валюты. Эти опасения могут оправдаться с ростом волатильности американской валюты из-за резких решений по торговой войне с Россией, которые приводят к росту инфляции в США и подрыву

доверия к доллару США как средства хранения резервов. Доллар США являлся основной резервной валютой именно из-за того, что он до недавнего времени не был подвержен резким колебаниям. Евро же является единой валютой достаточно разных по своему экономическому развитию экономик. В странах Евросоюза проводится общая денежно-кредитная политика в рамках ЕЦБ, но поскольку во всех странах — членах проводится своя бюджетная политика, то евро является фрагментированной валютой. В настоящее время в результате санкционной войны с Россией евро теряет свои позиции как низковолатильной и предсказуемой валюты, его курс по отношению к доллару слабеет. Если рассматривать китайский юань, то в связи с тем, что в Китае в рамках валютного контроля введено ограничение на потоки капитала, то для иностранных инвесторов вложения юаня связаны рисками невозможности вывода капитала из страны. Поэтому, чтобы доля доллара США существенно снизилась к корзине валют, евро и юань должны значительно укрепиться.

Таким образом, мы видим, что волатильность национальной валюты является важным параметром, определяющим стабильность национальной экономики. Волатильность зависит от сбалансированности отраслей национального хозяйства, гармоничности их развития, сбалансированной денежно-кредитной политики властей и уровня инфляции в экономике.

На волатильность сильно влияют и внешние обстоятельства, прежде всего пандемии, торговые и валютные войны, санкционные режимы со слабо прогнозируемыми последствиями. В настоящее время в условиях принятых решений по стабилизации национальной валюты предложение иностранной валюты увеличилось, и курс рубля удачно сдерживается от резкого роста, несмотря на конфискационные меры в отношении валютных резервов России и санкций в отношении ее золотых резервов. Блокада грузоперевозок и экспорта в Россию также снижает спрос на иностранную валюту и без дополнительных интервенций со стороны ЦБ РФ. Остановлены и попытки вывода капитала иностранными спекулянтами. Однако, такая ситуация не может считаться выходом из положения. С исчерпанием товарных запасов и освоением новых каналов товарообмена будет нарастать давление на валютный рынок, увеличивая волатильность курса национальной валюты. Снижения волатильности рубля на более длительную перспективу можно добиться сбалансированной бюджетной политикой, развитием внутреннего спроса на отечественные товары, освоением новых рынков сбыта для товаров традиционного экспорта. Целесообразно проработать вопросы централизации экспортно-импортной политики в отношении критически важных импортных товаров, что сократит излишний спрос на иностранную валюту.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005. — 280 с.
2. Reinhart C., Rogoff K.S. Debt Intolerance, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, (Spring), 2003. — pp.1–74.
3. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? — М. «Экономика».
4. UNDP.2015. Human Development Report 2015: Work for Human Development. New York. <http://hdr.undp.org/en/content/human-development-report-2015> (дата обращения: 20.03.2022).
5. ЦБ РФ Обзор финансовой стабильности No 1 (16) • IV квартал 2019 — I квартал 2020 года.
6. А. Табах. Доклад «Бюджетная политика: новый поворот». https://raexpert.ru/researches/budget_policy_2021/?ysclid=l (дата обращения: 02.04.2022).
7. Отчет МВФ Создание лучшего будущего. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2021/eng/downloads/imf-annual-report-2021-ru.pdf> (дата обращения: 22.03.2022).
8. ДЭСВ ООН World Economic Situation and Prospects 2022, January 2022 <https://desapublications.un.org> (дата обращения: 02.04.2022).
9. OECD World Economic Situation and Prospects 2020, January 2020 <https://desapublications.un.org> (дата обращения: 03.04.2022).
10. Пандемия коронавируса и тренды экономической политики <https://www.iep.ru/files/text/trends/2020/01.pdf> (дата обращения: 15.03.2022).
11. UNCTAD (2021b). World economic situation prospects. New York: United Nations Publication, January 25. World Bank (2020). Russia integrates: Deepening the country's integration in the global economy. Washington, DC.
12. BIS (2021). Annual economic report 2021. Basel: Bank for International Settlements, June. <https://bis.org/publ/arpdf/ar2021e.htm> (дата обращения: 25.03.2022).
13. Ершов М.В. Мир 2021: сохраняется острота пандемических и экономических проблем // Вопросы экономики. — 2021. — № 12. — С. 5–20.

© Соколова Елена Юрьевна (EYSokolova@fa.ru), Танасова Анна Станиславовна (ASTanasova@fa.ru).

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»



Финансовый университет при Правительстве РФ