

28.03.2017

Закон сохранения рубля. Как волатильность курса помогает защищать экономику



[Евсей Гурвич](#) *Forbes Contributor*

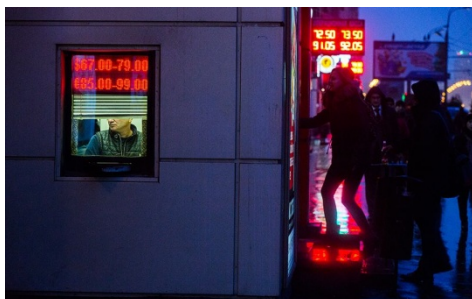


Фото Макса Новикова для Forbes

Самый важный аргумент в пользу плавающего обменного курса — отсутствие реальной альтернативы

С конца 2014 года резко усилились колебания обменного курса (скажем, в прошлом году среднемесячный курс доллара варьировал от 62 до 77 рублей). Многие ставят это в упрек Центральному банку, считая такую нестабильность негативным результатом перехода к плавающему обменному курсу. Что на самом деле стоит за повысившейся волатильностью рубля и как следует оценивать ее — со знаком плюс или минус?

Нет сомнений, что при прочих равных стабильный и предсказуемый обменный курс снижает риски ведения бизнеса для инвесторов, экспортеров и импортеров, тем самым благоприятствуя росту экономики. Посмотрим, однако, как эти общие соображения преломляются в конкретных условиях российской экономики.

Самой острой нашей проблемой, безусловно, остается зависимость экономики от цен на нефть. В новой истории России трижды фиксировался обвал нефтяного рынка, и каждый раз он приводил к финансовым кризисам. Принципиальное достоинство плавающего обменного курса в том, что он смягчает негативные воздействия внешних шоков на реальный сектор, автоматически снижая издержки в долларовом выражении. Поэтому «качели» обменного курса, если они синхронизируются с волнами нефтяной конъюнктуры, не только оправданны, но и идут на пользу экономике.

После последнего падения цен на нефть они вошли в «полосу турбулентности». Прежде Центральный банк ограничивал колебания обменного курса, проводя валютные интервенции (так, в 2007 году он приобрел почти \$150 млрд, а в 2014-м продал более \$100 млрд). Однако теперь ЦБ

минимизировал свои операции на валютном рынке, в результате волатильность цен на нефть напрямую превращается в перепады стоимости доллара.

Курс рубля определяется, конечно, не только ценами на экспортируемые товары. Одним из якорей стабильности рубля мог бы стать устойчивый приток прямых иностранных инвестиций. К сожалению, геополитические проблемы и финансовые санкции резко сократили их поступление: с 2013 по 2015 год прямые инвестиции упали более чем в 10 раз.

Другие инвестиции, особенно краткосрочный (спекулятивный) капитал, напротив, служат потенциальным источником дестабилизации курса. Переход к плавающему курсу рубля сделал спекулятивные операции практически бессмысленными (шансы получить прибыль сравнялись с шансами проиграть) — в этом еще один важный плюс нового режима.

Наконец, самый важный аргумент в пользу плавающего обменного курса — отсутствие реальной альтернативы. Мы уже на практике перепробовали все другие варианты курсовой политики и отказались от них, потому что каждый раз они не выдерживали проверки в кризисные периоды. В 1998 году цены на нефть упали на треть — меньше, чем в ходе последующих кризисов. Однако проводившаяся тогда политика фиксированного обменного курса оставила реальный сектор наедине с его проблемами и многократно усугубила проблемы бюджета: инвесторы не верили, что Центробанк сможет удержать обменный курс, и в расчете на будущую девальвацию соглашались кредитовать правительство только под огромные проценты. Результатом стал всеобъемлющий финансовый кризис, охвативший всю экономику — бюджет, валютный рынок, рынки капитала, банковскую систему.

Аналогичные проблемы возникли и в других нефтедобывающих странах, включая наших соседей — Азербайджан и Казахстан. Там тоже применение режима фиксированного обменного курса при резких падениях цен на нефть завершалось болезненными и разрушительными кризисами. В итоге преимущества фиксированного курса рано или поздно с лихвой перекрывались издержками, которые стране приходилось нести, когда этот режим рушился.

Учтя негативный опыт применения фиксированного курса, Банк России в начале 2000-х годов переключился на режим управляемого плавления. Этот вариант выглядел идеальным, поскольку, как казалось, позволял сочетать устойчивость рубля при небольшом изменении условий с возможностью корректировать его курс при серьезных шоках.

Однако когда цены на нефть в очередной раз обвалились, Банк России не решился провести девальвацию рубля, сочтя, что это нанесет серьезный удар по балансам очень многих российских банков. Отложенная коррекция курса фактически подразумевала субсидирование банковской системы Центральным банком. Понимая, что девальвация неизбежна, банки и компании спешили закупить валюту — всего ЦБ потерял более \$200 млрд. Фактически Банк России в этот период предоставил бизнесу субсидию, которую с учетом размеров последующей девальвации можно с некоторой условностью оценить суммой порядка 1,8 трлн рублей. Вероятно, такая поддержка действительно помогла предотвратить еще более серьезные последствия. Но подобный способ, безусловно, крайне неэффективен: поддержку получили не только остро нуждавшиеся в ней банки, но и все желающие — отсюда такая огромная сумма субсидии. Кроме того, возникшая ситуация во многом была создана использованием режима управляемого плавления курса рубля. Длительное поддержание Центральным банком сравнительно стабильного курса сформировало у бизнеса иллюзию защищенности от валютных рисков. Постепенное ослабление ответственного отношения компаний и банков к своим валютным рискам вынудило ЦБ отложить девальвацию.

После того как управляемый плавающий курс тоже не оправдал себя, ЦБ счел за лучшее начать переход к плавающему курсу. В отдельные моменты ситуация на валютном рынке была близка к панической, но, если оценить результаты действия нового курса в целом, они оказались существенно лучше как по сравнению с опытом предыдущих кризисов, так и по сравнению с ожиданиями. Несмотря на более сильное и длительное падение цен на нефть и меньшую бюджетную поддержку (в силу того что в наиболее «сытые» годы правительство накопило не очень много резервов), спад

производства был существенно меньше, чем прежде, и в первый же год в российской экономике восстановился внешний баланс.

Думаю, что в ближайшее время мы можем увидеть волатильность обменного курса, однако это поможет лучше защитить экономику от внешней волатильности. В идеале хотелось бы жить в условиях более стабильного обменного курса, однако достигнуть этого можно только за счет диверсификации экономики, а не управления валютными котировками. В целом же можно сказать, что плавающий курс, как и демократия, имеет немало недостатков, однако дает значительно лучшие результаты, чем остальные известные системы.