# Российский опыт

DOI: 10.23932/2542-0240-2020-13-6-4

# Границы ответственности Центрального банка на примере России: валютный курс как показатель финансовой стабильности

# Виолетта Валерьевна АРХИПОВА

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Институт экономики РАН, 117218, Нахимовский проспект, д. 32, Москва, Российская Федерация

E-mail: q123zv@yandex.ru ORCID: 0000-0001-9393-6403

ORCID: 0000-0003-3795-6973

# Светлана Алексеевна НИКИТИНА

младший научный сотрудник Институт экономики РАН, 117218, Нахимовский проспект, д. 32, Москва, Российская Федерация E-mail: s.veta.nikitina@yandex.ru

**ЦИТИРОВАНИЕ:** Архипова В.В., Никитина С.А. (2020) Границы ответственности Центрального банка на примере России: валютный курс как показатель финансовой стабильности // Контуры глобальных трансформаций: политика,

экономика, право. Т. 13. № 6. С. 65–83. DOI: 10.23932/2542-0240-2020-13-6-4

Статья поступила в редакцию 04.03.2020.

**ФИНАНСИРОВАНИЕ:** Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ. Проект научных исследований № 18-014-00032 по теме «Новые факторы развития внешнеэкономических связей России: риски и возможности».

АННОТАЦИЯ. В работе ставятся два основных вопроса: об определении сферы ответственности Центрального банка и необходимости регулирования валютного курса в странах с развивающимися, формирующимися и посттрансформационными рынками. Отдельно данная проблематика анализируется на примере российской практики в период с 1990-х годов по настоящее время. В исследовании приводится обзор истории развития института Центрального банка с выделением этапов его эволюции

и соответствующим изменением целеполагания его деятельности и задач. Цели и политика Банка России рассматриваются и оцениваются в контексте современной международной практики и
эффективности достижения необходимого уровня финансовой стабильности
и развития национальной экономики,
сохранения и укрепления экономического
суверенитета. В качестве методологии
исследования применяются обработка
данных опросов Банка международных
расчетов (БМР) и сравнительный меж-

страновой анализ статистики БМР, а также эконометрический анализ данных Банка России по валютному курсу и инвестициям различных типов (прямым иностранным, портфельным и прочим). Изучаются основные направления единой государственной денежно-кредитной политики в РФ и последствия их реализации. Авторы приходят к заключению, что государства репрезентативной группы более подвержены негативному воздействию внешних факторов на национальную экономику в условиях свободного плавания валютного курса. Политика ЦБ РФ, сосредоточенная преимущественно на таргетировании инфляции при свободно плавающем курсе рубля, признается неэффективной для решения внутренних проблем отечественной экономики и противостояния внешним угрозам и вызовам, в т. ч. современному санкционному режиму в отношении России.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: Центральный банк, валютный курс, свободное плавание валютного курса, внешние «шоки», Россия, финансовая стабильность, ответственный подход, причинно-следственные связи

Период с 2014 г. по настоящее время оказался для экономики России очередным этапом проверки на прочность. С одной стороны, это сопряжено с финансовыми «стрессами» извне - прежде всего с установлением и развитием комплексного санкционного режима и волатильностью цен мирового нефтяного рынка, с другой стороны, в ситуации крайне уязвимого финансово-экономического положения страны национальный Центральный банк (ЦБ) отпускает курс рубля в свободное плавание и фактически старается реализовать своеобразную «политику валютного невмешательства». Оказывается, что в лице ЦБ РФ регулятор (в само название которого заложена функция управления процессами) пытается устраниться от обязанностей регулирования, ставя перед собой цель его минимизации и предоставляя возможность наблюдать за тем, как отечественная экономика с помощью свободно плавающего режима валютного курса самостоятельно подстроится под меняющиеся мировые условия и требования, найдет эффективное решение стоящих перед нею задач и встанет на верный путь развития. Таким образом, в настоящее время крайне важным для РФ является вопрос об определении реальной зоны ответственности Банка России в отношении валютного курса как одного из ключевых индикаторов финансовой стабильности страны.

Следует отметить, что обозначенная тематика имеет высокую степень актуальности для стран с развивающимися, формирующимися и посттрансформационными рынками уже на протяжении нескольких десятков лет. Это обусловлено, главным образом, практической целесообразностью. Во-первых, в 1950-1960-х гг. наблюдается увеличение количества государств обозначенных групп, в которых начинает работу институт национального ЦБ. Как отмечают С. Хэнк и К. Шулер [Напke, Schuler 1994], по сути, центральные банки становятся символом независимости и гарантами экономического роста. Во-вторых, с переходом на Ямайскую валютную систему в 1970-х гг. допускается свободный выбор странами любого подходящего для них режима валютного курса, включая плавающий [Красавина 2017]. В-третьих, в конце 1980-х гг. развивающимся странам Латинской Америки предлагается реформационный блок «Вашингтонского консенсуса» из 10 базовых пунктов (включая валютный курс), предполагавшего реализацию идей неолиберализма и распространившегося далеко за пределы указанного целевого региона [Полтерович 2007]. Наконец, чрезмерное количество финансовых кризисов за 1970–2015 гг., в т. ч. валютных [ЕСВ 2017; Laeven, Valencia 2012], резко сбивает «эйфорию» от достигнутого уровня рыночной свободы и возвращает к проблеме регулирования ЦБ, сфер и меры его ответственности за финансово-экономическое состояние страны.

В научной литературе критические взгляды на эффективность политики ЦБ стран с развивающимися, формирующимися и посттрансформационными рынками, в т. ч. в отношении курсов национальных валют, как правило, четко разделяются по двум направлениям. Одно из них объединяет экспертов, придерживающихся радикального мнения о том, что ЦБ этих государств в принципе не способны выполнять возложенные на них функции и стать опорой для национальной экономики, ухудшение состояния которой напрямую связано с усилением позиций местных ЦБ. Единственное, что могут сделать такие страны, - это отказаться от самостоятельности, довериться «хорошему» ЦБ развитого государства и импортировать финансовую стабильность извне посредством валютного совета (currency board) (см. дискуссионные вопросы, например, из [Hanke, Jonung, Schuler 1993; Hanke, Schuler 1994]). Соответствующие планы и рекомендации в 1990-2000-е гг. были предложены и России.

Другое направление включает работы исследователей, проводящих глубокий критический анализ деятельности ЦБ с указанием на ее недостатки, но в то же время предлагающих свои практические рекомендации по выходу на новый уровень развития отечественной экономики при условии сохранения самостоятельности и свободного выбора внутренней финансово-экономической политики (включая валютную) и соблюдения националь-

ных интересов [Андрюшин 2018, с. 33–35; Глазьев 2017; Головнин 2016]. Отдельные источники содержат полемику критиков деятельности ЦБ с экспертами, представляющими противоположную точку зрения [Кудрин и др. 2017].

Крупный блок работ посвящен анализу взаимозависимости между валютным курсом и различными экономическими показателями, такими как внешние (иностранные) и внутренние процентные ставки, режим валютного курса и уровень мобильности капитала и т. п. (анализ по целому спектру факторов представлен в работе [Головнин и др. 2018]). Выделяются исследования, в которых валютному курсу отводится роль фактора, определяющего внутреннее состояние экономической системы через создание условий для воздействия на нее и усиление эффекта от спектра других внешних стрессоров [Saxena 2008, pp. 81-102]. Особо отметим работы, в которых приводятся результаты анализа воздействия различных потоков капитала на валютный курс и, наоборот, оценки влияния валютного курса на динамику различных типов инвестиций [Combes, Kinda, Plane 2011; Dua, Garg 2013; Демина 2018; Tokunbo, Lloyd 2009; Ольховик 2016].

В докладе МВФ 2016 г., отражающем проблемы и вопросы воздействия на трансграничное движение финансовых ресурсов, взаимосвязь между движением инвестиций и валютным курсом рассматривается в контексте конкретных обстоятельств для применения мер по управлению потоками капитала [IMF (2) 2016, pp. 15–17].

Таким образом, в настоящем исследовании анализируются две ключевые проблемы: определение сферы ответственности ЦБ и необходимость регулирования валютного курса в странах с развивающимися, формирующимися и посттрансформационными рынками (на примере России).

# История развития ЦБ: краткий обзор изменения целей, функций и границ ответственности

Прежде всего, обратимся к мировой истории центральных банков и проследим эволюцию их основных целей и функций. Как отмечено в докладе БМР [BIS 2009, pp. 17-55], самые ранние аналоги ЦБ по составу и наименованию круга базовых направлений своей деятельности некардинально отличались от последующих вариантов этих институтов, хотя содержательная разница между ними все-таки присутствует. Ключевые функции первых ЦБ можно определить и перечислить по мере их возникновения в следующем порядке: эмиссия национальных денег и кредитование крупных государственных проектов, усилия по достижению монетарной стабильности (как способ выживания) и надежности валютной системы, неформальный банковский надзор и роль кредитора последней инстанции.

Период конца XIX - начала XX вв. стал переломным в истории ЦБ: существенное изменение коснулось не столько функций, сколько целеполагания их деятельности. Если ранее ЦБ (или доминирующие банки) преследовали преимущественно коммерческие цели, то в указанное время их задачи постепенно стали подчинены национальным интересам и курсу государственной политики. Превращение ЦБ в важнейший макроэкономический институт государства предопределило в дальнейшем характер развития их денежно-кредитной политики (ДКП) и выбор режима валютного курса. Деятельность имеющихся в мире с 1650-х гг. и вновь создаваемых ЦБ уже постепенно подчинялась целям обеспечения валютно-финансового и общеэкономического порядка. В задачи национального ЦБ прочно входит и содействие экономическому развитию страны [BIS 2009, pp. 19-20].

Совершенствование инструментария, доступного для деятельности ЦБ, осуществлялось в рамках их анализируемого исторического развития. Современные функции центральных банков определены и сгруппированы БМР в следующие блоки: достижение целей ДКП (базовая задача); обеспечение финансовой стабильности: ответственность за поддержание и улучшение целевых общественных и макроэкономических индикаторов (таких как занятость, экономический рост, национальное благосостояние); поддержка основного курса политики государства. Из них в число системных и жизненно важных задач ЦБ включены: а) монетарная политика; б) валютная политика и выбор режима валютного курса; в) финансовая стабильность, надзор и регулирование; г) политико-организационные функции (управление ликвидностью, резервами в иностранной валюте и т. п.); д) создание и поддержание финансовой инфраструктуры; е) иное для общественного блага (см. оригинальные классификации БМР [BIS 2009, pp. 21, 30–31]).

Таким образом, по результатам анализа истории ЦБ можно сделать вывод: современные центральные банки как развитых, так и иных групп государств преимущественно обладают полномочиями, возможностями и широким спектром инструментов, позволяющими им проводить эффективную денежно-кредитную, валютную и финансовую политику в соответствии с национальными интересами своих стран.

При этом целеполагание политики Центрального банка является важным фактором и залогом успешного развития национальной экономики. В качестве примера всесторонних целей ЦБ можно привести ФРС США, сосредоточенную на развитии механизмов доступного долгосрочного кредитования и сбалансированного экономического роста, Европейский центральный банк,

определяющий для себя такие ориентиры, как стабильные цены и занятость населения, а также Народный банк Китая, стремящийся к стабильности динамики валютного курса и экономическому процветанию<sup>1</sup>.

Однако следует отметить, что обозначенные и рекомендованные БМР цели и задачи современных ЦБ нередко являются идеальным вариантом и имеют лишь формальное значение на практике. Так, используемая в настоящее время Банком России модель таргетирования инфляции в результате вступает в противоречие с истинными национальными экономическими интересами страны [Глазьев 2017, с. 104-125]. Ранее в документах БМР отмечалось, что Банк России действительно несет полную ответственность только за свои политикооперационные функции, ряд финансово-инфраструктурных задач и ведение статистической базы (пункты г, д, е приведенной классификации см. в [BIS 2009, р. 31]). По вопросам ДКП и обеспечения валютно-финансовой стабильности позиции ЦБ РФ определяются как слабые или «с разделенной или ограниченной ответственностью».

# Аргументация в пользу ответственности ЦБ за динамику валютного курса

Доводы в пользу активного участия ЦБ стран с развивающимися, формирующимися и посттрансформационными рынками в реализации валютной политики и валютном регулировании объединены нами в несколько блоков и призваны стать опорой для оценки зоны ответственности этих институтов по решению данных задач и рекомендаций БМР.

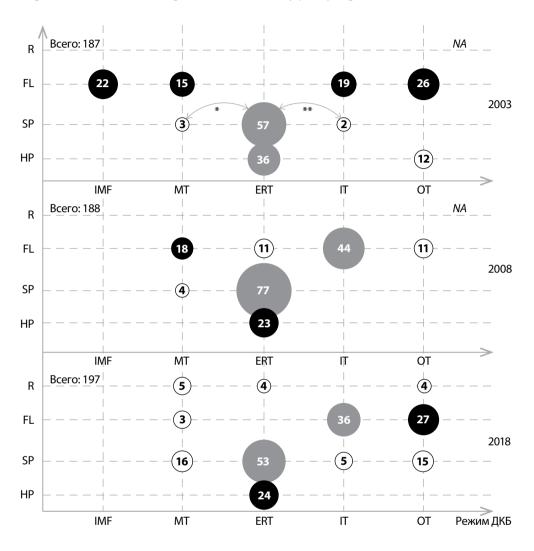
# ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СОВРЕМЕННЫХ ВАЛЮТНЫХ РЕЖИМОВ

На основе классификации МВФ от 2016–2019 гг. выделяют 4 типа современных режимов валютных курсов и 4 возможных стиля ДКП: с конкретизированным или явным номинальным «якорем» (nominal anchor) – валютным (ДКП-1, учитывая валютный курс), денежным (ДКП-2, главным образом с учетом тех или иных денежных агрегатов) или инфляционным (ДКП-3 сообразно с целями инфляционного таргетирования) и без него (ДКП иных задач) [ІМҒ 2019, рр. 6–8; ІМҒ (1) 2016, рр. 6–8] (см. рис. 1):

- 1. Жесткая фиксация (hard pegs) с вариантом ДКП-1:
  - режим без отдельного законного платежного средства (no separate legal tender): Эквадор;
  - валютный совет или валютное правление (*currency board*): Джибути, Гонконг, Босния и Герцеговина.
- 2. Промежуточный режим (intermediate regime), или мягкая фиксация (soft pegs), допускающий проведение любого стиля политики:
  - обычная фиксация (conventional peg) преимущественно с ДКП-1: Ирак, Катар, Саудовская Аравия, Туркменистан;
  - мягкая фиксация в пределах горизонтального интервала (pegged within horizontal bands) с ДКП иных целей: Тонга;
  - стабилизированный (stabilized arrangement) при ДКП-1 (Вьетнам, Сингапур), ДКП-2 (Боливия, Нигерия), ДКП-3 (Индонезия) и иных задач (Египет, Узбекистан);

<sup>1</sup> Подробнее см. Проект Решения заседания Совета ТПП РФ по промышленному развитию и конкурентоспособности экономики России «Политика Центробанка России и промышленный рост: как объединить усилия?». Совет ТПП РФ. Москва, 2018.

**Рисунок 1.** Различные режимы валютных курсов и денежно-кредитной политики **Figure 1.** Different exchange rate and monetary policy regimes



# Режим обменного курса:

НР – жесткая фиксация

SP – мягкая фиксация

FL – плавающие курсы

R – другие варианты режима

# Режимы денежно-кредитной политики:

IMF – действует программа МВФ

МТ – таргетирования денежной массы

ERT – таргетирования обменного курса

IT – таргетирования инфляции

ОТ – другие варианты режима

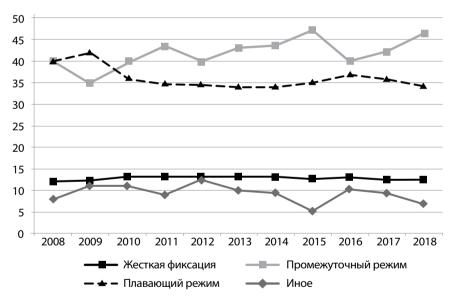
**Примечание:** страны отнесены одновременно к двум режимам денежно-кредитной политики: \* – Китай, Словения, Тунис; \*\* – Венгрия, Израиль.

Источник: [IMF 2003; IMF 2008; IMF 2018].

- скользящая фиксация (*crawling peg*) преимущественно с ДКП-1: Ботсвана, Гондурас, Никарагуа;
- скользящая привязка с диапазоном (clawl-like arrangement) с политикой первого из перечисленных видов (Иран), второго (Бангладеш), третьего (Доминиканская Республика) и четвертого (Мавритания, Шри-Ланка) стилей.
- 3. Плавающие курсы (floating regimes) или определяемые рынком курсы, для которых характерны все виды политики, кроме ДКП-1:

- плавание (*floating*) с ДКП-2 (Аргентина), ДКП-3 (Бразилия, Индия) и другими целями (Монголия);
- свободное плавание (free floating) с политикой инфляционного таргетирования (Австралия, Канада, Россия, Чили, Япония) и другими задачами (США).
- 4. Другие варианты управляемых режимов (other managed arrangements) с примерами ДКП-1 (Камбоджа, Сирия), ДКП-2 (Беларусь) и политики, предполагающей иные цели (Киргизия, Венесуэла)<sup>2</sup>.

**Рисунок 2.** Актуальность различных режимов валютных курсов в мире, % от общего количества государств – членов МВФ. **Figure 2.** Relevance of various exchange rate regimes in the world, % of the total number of IMF members



**Источники:** [IMF 2019, p. 8].

2 Примечание: классификация МВФ, показывающая де-факто режимы обменного курса и денежно-кредитной политики, была изменена в 2009 г. Изменения затронули группу с плавающим режимом и режимом мягкой привязки. К группе плавающих режимов относились управляемое плавание (managed floating) и режимы с независимым плаванием (independently floating); к режимам с мягкой привязкой – обычная фиксированная привязка (conventional fixed peg) и промежуточные режимы (intermediate pegs), в т. ч. мягкая фиксация в пределах горизонтального интервала (pegged within horizontal bands), скользящия фиксация (crawling peg) и скользящий коридор (crawling band). Другие варианты управляемых режимов в классификации до 2009 г. не рассматривались. Подробнее: [Habermeier, Kokenyne, Veyrune, Anderson 2009]. На рис. 2 данные представлены в виде классификации 2009 г.

**Таблица 1.** Режимы валютного курса: картина де-юре и де-факто, изменения по репрезентативным странам, зафиксированные на 2015–2016 гг.

**Table 1.** Exchange rate regimes: de jure and de facto, changes by representative countries, 2015-2016

Cenaua	Формальный режим	Фактический режим валютного курса			
Страна	валютного курса	Предыдущий	Текущий		
Азербайджан	Управляемое плавание	Стабилизированный	Другие варианты управляемых режимов		
Аргентина	Плавание	Скользящая привязка с диапазоном	Плавание		
Армения	Свободное плавание	Скользящая привязка с диапазоном	Плавание		
Беларусь	Управляемое плавание	Скользящая привязка с диапазоном	Другие варианты управляемых режимов		
Казахстан	Управляемое плавание	Стабилизированный	Другие варианты управляемых режимов / Плавание		
Китай	Управляемое плавание	Скользящая привязка с диапазоном	Другие варианты управляемых режимов		
Россия	Плавание	Плавание	Свободное плавание		
Таджикистан	Управляемое плавание	Скользящая привязка с диапазоном	Другие варианты управляемых режимов		

**Примечание:** «/» употребляется при отсутствии точности установления фактического режима валютного курса. **Источник:** [IMF (1) 2016, p. 9].

**Таблица 2.** Долларизация банковских депозитов в РФ, % **Table 2.** Dollarization of bank deposits in Russia, %

	Средства клиентов в иностранной валюте, всего		процент по долларов со сроком до	звешенные ные ставки вым депозитам года, включая ребования	Средневзвешенный % от общего объема долларовых депозитов со сроком до года по категориям:			
	От обще-	ще- Из них:			Юр. лица		Юр. лица	
	го числа средств	Вклады физ. лиц	Депозиты юр. лиц	Физ. лица	(некредитные организации)	Физ. лица	(некредитные организации)	
01.02.2012	24	18	27	_	_	-	_	
01.01.2013	24	17	25	-	-	-	_	
01.01.2014	25	17	29	6,04	7,81	63,16	99,50	
01.01.2015	35	27	41	9,20	11,37	78,99	99,79	
01.01.2016	39	30	48	6,97	9,31	78,22	99,80	
01.01.2017	32	24	40	5,86	7,77	81,52	99,89	
01.01.2018*	27	21	35	0,8	0,93	44,33	99,95	

Примечание: данные представлены не за весь период.

Источник: Банк России 1999–2020.

На рис. 2 проиллюстрированы мировые тенденции и позиции стран – участниц МВФ в отношении выбора того или иного режима валютного курса. Так, наиболее приоритетными с 2010 по 2018 г. остаются всевозможные виды промежуточного варианта. Плавающие режимы после острой фазы глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. несколько сдали свои позиции, уступив место управляемым альтернативам.

Следует также отметить, что МВФ разделяет режимы валютных курсов на существующие де-юре, т. е. законодательно установленные или официально заявленные, и де-факто применяемые на практике. В табл. 1 приведены выборочные примеры того, насколько отличаются эти режимы между собой по обозначенным выше репрезентативным группам стран. Подчеркнем, что на середину 2010-х гг. среди рас-

сматриваемых государств только Россия (по четко установленным де-факто позициям) отважилась на использование свободно плавающего курса национальной валюты.

В 2015 г. можно наблюдать скачок в уровне долларизации депозитов как физических, так и юридических лиц. Для физических лиц значение выросло на 10%, а для юридических – 13%. Тенденция роста продолжилась до 2017 г. Повышение уровня долларизации банковских депозитов, вероятнее всего, связано с обесценением национальной валюты в 2014 г. (см. табл. 2). Центральный Банк России отмечает, что критическим для России может стать порог в 45%. Уровень долларизации в РФ значителен, что может сказываться на эффективности ДКП в целом.

Другим важным аспектом для повышения ответственности ЦБ в области валютной политики является на-

**Таблица 3.** Основные каналы передачи внешних «шоков» из глобальной финансовой системы в национальную экономику, %

**Table 3.** Main channels for transmitting external "shocks" from the global financial system to the national economy, %

	До 20	008 г.		После 2008 г.		
Канал передачи	ЦБ, выделивши <b>е</b>	Из них по странам:		ЦБ, выделивши <b>е</b>	Из них по странам:	
«шока»	каждый канал (% от общего коли- чества опрошенных суд. ответами)	с фиксиро- ванным курсом	с гибким курсом	каждый канал (% от общего коли- чества опрошенных с уд. ответами)	с фиксиро- ванным курсом	с гибким курсом
Политика процентных ставок	70	19	81	65	20	80
Доходность по облигациям / долгосрочные процентные ставки	57	15,4	84,6	74	12	88
Валютный курс	78	5,6	94,4	87	5	95
Международные (трансграничные) банковские кредиты	48	18	82	48	18	82
Портфельные инвестиции	70	12	88	82	10,5	89,5

Источник по табл. 3-4: авторские расчеты на основе данных БМР (по анкетам в разработке 2013 г.) и [BIS 2014, pp. 8-12].

бор ключевых каналов передачи внешних «стрессов» из глобальной финансовой системы и от развитых стран в национальную экономику анализируемых групп государств.

Как показано в табл. 3, валютный курс, наряду с процентными ставками, доходностью по облигациям, международными банковскими кредитами и портфельными инвестициями, вошел в число самых скоростных и широких «линий передач» финансовых «шоков» и занял первое место в соответствующем рейтинге ЦБ и БМР.

Причем в условиях режимов плавающих валютных курсов воздействие негативных внешних финансовых факторов на национальную экономику посредством других 4 каналов многократно усиливались.

Следует особо подчеркнуть и фактор усиления кризисности в глобальной финансовой системе. Согласно базе дан-

ных Л. Лайвина и Ф. Валенсии, а также К.М. Рейнхарт и К.С. Рогоффа [Laeven, Valencia 2012; Рейнхарт, Рогофф 2012], за 1970-2011 гг. наблюдались порядка 430 различных финансовых кризисов, причем на их валютный тип пришлось порядка 51% общего количества этих негативных событий. Кроме того, 57 валютных кризисов (или 26% их эпизодов) совпали с банковскими и долговыми, а 8 эпизодов сконцентрировали все упомянутые виды коллапсов. Эксперты Европейского центрального банка [ЕСВ 2017, pp. 16-23] в 2017 г. расширили базу данных по финансовым кризисам до 2015 г. Таким образом, общее количество этих событий оценивается от 500 и выше, а доля валютных кризисов среди них – от 50 до 66%. При этом вероятность «перетекания» финансовых кризисов (включая валютный тип) в экономический, в т. ч. при свободно плавающем валютном курсе, очень велика, что

**Таблица 4.** Степень влияния внешних «шоков» на национальную экономику и учет каналов их передачи в политике ЦБ, %

**Table 4.** The degree of influence of external "shocks" on the national economy and consideration of their transmission channels in the Central Bank's policy, %

	Резкие колебания в	выпуска и ин	фляции	Финансовая стабильность и цены активов		
Канал передачи «шока»	ЦБ, выделивши <b>е</b>	Из них по странам:		ЦБ, выделившие	Из них по странам:	
	каждый канал (от общего количе- ства опрошенных с положительными ответами)	с фиксиро- ванным курсом	с гибким курсом	каждый канал (от общего количе- ства опрошенных с положительными ответами)	с фиксиро- ванным курсом	с гибким курсом
Политика процентных ставок	48	0	100	74	17,6	82,4
Доходность по облигациям / долгосрочные процентные ставки	39	0	100	82,6	10,5	89,5
Валютный курс	74	0	100	78	5,6	94,4
Международные (трансграничные) банковские кредиты	30	0	100	52	17	83
Портфельные инвестиции	57	0	100	87	10	90

отметили свыше 70% опрошенных БМР Центральных банков (табл. 4).

Более того, валютный курс действительно можно считать одним из важнейших (входящих в первую тройку) показателей финансовой стабильности (см. табл. 4, правая часть).

# ТРЕБОВАНИЯ ВРЕМЕНИ И ЗОНА ОТВЕТСТВЕННОСТИ СОВРЕМЕННЫХ ЦБ

В современных условиях мировой финансовой нестабильности, естественных глобальных сдвигов и наднациональной реформаторской активности под эгидой «Большой двадцатки» требования, предъявляемые к центральным банкам всех существующих групп государств, существенно повысились.

Во-первых, требуется сопряжение целей с учетом национальных интересов страны, задач и функций ЦБ, а не концентрации на отдельно выбранных позициях, как это происходит для России.

Во-вторых, от ЦБ ожидается отклик на перечисленные выше глобальные тенденции и валютно-финансовые проблемы. Положительные примеры в данном направлении уже присутствуют. Так, около 78% опрошенных ЦБ (с положительными ответами на вопросы анкеты) в странах с гибким валютным курсом формально или неформально инкорпорировали динамику этого показателя в процесс принятия решений в сфере ДКП, валютной политики и программ финансовой стабильности за анализируемые периоды времени (см. табл. 4) и 72% из них добились повышения эффективности своей деятельности [BIS 2014].

Наконец, центральные банки, взявшие на себя функции мегарегуляторов (например, Банк России с 2013 г.) или тесно взаимодействующие с национальными мегарегуляторами, уже априори расширили зону своей ответственности за валютно-финансовое и экономическое состояние национальной экономики и взяли на себя повышенные обязательства по регулированию ее процессов.

# Анализ и оценка практики валютного регулирования Банка России

Деятельность Банка России регламентируется Конституцией РФ и Федеральным законом № 86-ФЗ от 10.07.2002. Среди целей и функций ЦБ выделяются защита и обеспечение устойчивости рубля, обеспечение финансовой стабильности, организация и осуществление валютного контроля и регулирования<sup>3</sup>.

На базе анализа основных направлений единой государственной ДКП (см. табл. 5) можно проследить, как менялись политика и режимы курса рубля. Практически в течение всего периода времени (как до, так и после перехода к инфляционному таргетированию) ключевым ориентиром ДКП был только уровень инфляции, к снижению которого «привязывалась» и политика валютного курса. С 2003 г. ЦБ нацелился на сведение к минимуму своего участия в ряде процессов валютного регулирования. Примечательно, что режим плавающего валютного курса вводился в самые сложные (трансформационных, кризисных, переломных с точки зрения влияния внешних «стрессов») периоды для национальной экономики.

Последствия реализуемой политики валютного курса можно также наблю-

<sup>3</sup> См.: Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002 № 86-Ф3 // http://www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_37570/, дата обращения 30.05.2020.

**Таблица 5.** Особенности политики Банка России в отношении валютного курса **Table 5.** Exchange rate policy features of the Bank of Russia

Временной период	Режим валютного курса и/или механизмы ограничения его колебаний	Комментарии по фактическому курсу, целям ДКП и политике валютного курса ЦБ
1992 — середина 1995 гг.	плавающий валютный курс	фактически бесконтрольное плавание
середина 1995 — 1996 гг.	валютный коридор, наклонный валютный коридор (1996 г.)	
конец 1997 г.	центральный обменный курс с допустимым диапазоном отклонений	
осень 1998 — 2003 гг.	плавающий валютный курс	расчет на сглаживание резких колебаний валютного курса, цели поддержания ЗВР; политика валютного курса (в особенности с 2000 г.) определяется как «неотъемлемая составная часть ДКП и должна соответствовать ее главной цели — снижению инфляции»
2003–2008 гг.	управляемое плавание, применение с 01.02.2005 нового операционного ориентира — выраженной в рублях стоимости бивалютной корзины, включающей доллар США и евро в пропорциях, устанавливаемых ЦБ	управляемость курса в целях сохранения положительного сальдо счета текущих операций, задача ЦБ сводится к « <b>минимизации своего вмешательства</b> в процесс курсообразования на внутреннем валютном рынке»; «конечной целью единой государственной ДКП остается снижение инфляции»
2008 – 2009 гг.	управляемый плавающий курс рубля, механизм автоматической «корректировки границ коридора допустимых значений стоимости бивалютной корзины»	«политика валютного курса Банка России в среднесрочной перспективе будет направлена на создание условий для реализации модели ДКП на основе таргетирования инфляции, постепенное сокращение прямого вмешательства в процессы курсообразования»
2010–2014 гг.	управляемый плавающий валютный курс, подготовка к переходу на свободно плавающий валютный курс	дополнение порядка проведения интервенций возможностью покупок/продаж иностранной валюты на границах и внутри плавающего операционного интервала; «после перехода к режиму плавающего валютного курса Банк России предполагает отказаться от использования операционных ориентиров курсовой политики, связанных с уровнями валютного курса», «Банк России осуществит переход к проведению операций с иностранной валютой согласно новому подходу, предполагающему уменьшение роли валютных интервенций»
ноябрь 2014 — 2020 гг.	плавающий валютный курс	реализация перехода к <b>политике инфляционного таргетирования при свободном плавании</b> ; «при низкой инфляции обеспечивается устойчивость покупательной способности национальной валюты»

**Примечание:** отнесение режима курса рубля к свободному плаванию начиная с 2017 г. можно назвать условным, поскольку валютный курс регулировался посредством механизма «бюджетного правила», однако это регулирование не относится к сфере ответственности ЦБ.

**Источник:** [Банк России 1999–2020; *Любский* 2013].

дать и оценить по его динамике, «чувствительной» к изменению внешних и внутренних факторов (см. рис. 3). Очевидно, что говорить о стабильном финансово-экономическом развитии и росте общественного благосостояния в РФ на основе анализируемого индикатора не приходится.

Рассмотрим конкретный пример неэффективности политики ЦБ в отношении валютного курса. Одним из важнейших факторов, влияющих на него, является уровень процентной ставки. Повышение ключевой ставки с 5,5% в сентябре 2013 г. до 17% в декабре 2014 г. не поспособствовало ни стабилизации курса рубля, ни сокращению уровня инфляции, причем еще и негативно отразилось на состоянии валютного рынка (рис. 3; [Глазъ-

ев 2017, с. 360]). В числе неутешительных итогов высокой процентной ставки оказалось затруднение деятельности компаний и банков. Согласно результатам опроса представителей бизнеса со стороны Аналитического центра при Правительстве РФ и ТПП РФ, около 49% респондентов (при их совокупном количестве свыше 1320) выделили высокую стоимость кредитных ресурсов в качестве одного из основных барьеров<sup>4</sup>.

ЦБ как один из гарантов экономического суверенитета страны обязан учитывать реальные потребности национального экономического развития. Однако неэффективность его действий, проявляющаяся в минимизации вмешательства в процессы курсообразования рубля и уделении недостаточного вни-

**Рисунок 3.** Динамика курса рубля к доллару США, помесячные данные на конец периода

**Figure 3.** Dynamics of the ruble exchange rate to the US dollar, monthly data, the end of the period



Источники: база данных БМР.

.

<sup>4</sup> Из Проекта Решения заседания Совета ТПП РФ по промышленному развитию и конкурентоспособности экономики России «Политика Центробанка России и промышленный рост: как объединить усилия?». Совет ТПП РФ. Москва, 2018.

мания эффективному валютному регулированию, не позволяет оперативно и результативно реагировать на возникающие проблемы и вызовы. Кроме того, не реализуется принцип системности при выборе и проведении политики валютного курса и ДКП в целом (включая меры по стимулированию экспорта и импортозамещения), таким образом, достижение финансовой стабильности ставится под вопрос. Плавающий курс как часть политики таргетирования инфляции рассматривается Банком России в качестве «встроенного стабилизатора» национальной экономики, но фактически явился для нее искусственно созданным дестабилизатором, тем более в условиях отсутствия ограничений на трансграничное движение капитала, которые уже ранее предлагались к введению рядом экспертов [Головнин 2016]. Все это усиливает валютный канал воздействия внешних «шоков», повышая уязвимость российской экономики.

Для проверки степени обособленности двух важнейших каналов передачи внешних «шоков» для России и, соответственно, гипотезы о том, что между обменным курсом и инвестициями существует причинно-следственная связь, был проведен тест Гранжера на квартальных данных Банка России по прямым, портфельным и прочим инвестициям, а также на данных курса рубля к доллару США за 2004-2019 гг. В первой части табл. 6 проверяется нулевая гипотеза о том, что обменный курс значимо не влияет на объемы инвестиций, и во всех случаях она принимается.

В части 2 проверяется обратная зависимость. Нулевая гипотеза не отвергается только в случае портфельных инвестиций. Таким образом, ПИИ и прочие инвестиции являются стати-

**Таблица 6.** Результаты теста Гранжера **Table 6.** The Granger test results

Часть 1

Н0: обменный курс не объясняет инвестиции						
	ПИИ Портфельные Прочие инвестиции					
F-статистика	1,425	1,114	1,101			
Р-значение	0,233	0,332	0,337			
Лаг	4	2	2			
Принимаем Н0?	да	да	да			

Часть 2

Н0: инвестиции не объясняют обменный курс					
	ПИИ Портфельные Прочие инвестиции				
F-статистика	4,775	0,862	4,538		
Р-значение	0,031	0,464	0,005		
Лаг	1	3	3		
Принимаем Н0?	нет	да	нет		

**Источник:** Расчеты с использование пакета «R»

стически значимой причиной изменения курса. Следовательно, валютный курс может представлять собой не только прямой канал трансмиссии внешних «шоков» в российскую экономику, но и выступать в качестве «передаточного механизма» для других «триггеров» финансово-экономических проблем (вывод согласуется с полученными результатами табл. 3–4).

В свою очередь, как было показано ранее в одной из совместных работ коллектива сотрудников Центра исследований международной макроэкономики и внешнеэкономических связей ИЭ РАН, в которой авторы настоящей статьи принимали участие [Головнин и др. 2018], динамика курса российской валюты, в особенности за 2014–2016 гг., оказывала негативное воздействие на ключевые показатели развития национальной экономики.

### Заключение

Показатель валютного курса является важным индикатором финансовой и экономической стабильности в стране. Государства, входящие в группу с развивающимися, формирующимися, находящимися в процессе реформирования или на посттрансформационной стадии рынками, в наибольшей степени «чувствительны» к отрицательному воздействию внешних «шоков» на национальную экономику посредством канала валютного курса, особенно в условиях его свободного плавания. В частности, это четко прослеживается на примере России в санкционный период с 2014 г. Искусственное «сужение» зоны ответственности Центрального банка в рамках политики инфляционного таргетирования в данном случае имеет существенные негативные последствия для российской экономики.

# Список литературы

Андрюшин С.А. (2018) Централизованные и децентрализованные денежные системы // Вопросы теоретической экономики. № 1. С. 26–49 // https://cyberleninka.ru/article/n/tsentralizovannye-i-detsentralizovannye-denezhnye-sistemy/viewer, дата обрашения 30.11.2020.

Банк России (1999–2020). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики, опубликованные в «Вестнике Банка России» // https://cbr.ru/about\_br/publ/ondkp/, дата обращения 30.11.2020.

Глазьев С.Ю. (2017) Экономика будущего. Есть ли у России шанс? М.: Книжный мир.

Головнин М.Ю. (2016) Денежнокредитная политика России в условиях кризиса // Журнал Новой экономической ассоциации. № 1(29). С. 168–174 // https://www.econorus.org/repec/journl/ 2016-29-168-174r.pdf, дата обращения 30.11.2020.

Головнин М., Ушкалова Д., Оболенский В., Косикова Л., Шуйский В., Квашнина И., Архипова В., Оганесян Г., Никитина С. (2018) Воздействие внешних факторов на распространение кризиса 2014–2016 гг. в российской экономике // Общество и экономика. № 5. С. 5–45 // https://www.elibrary.ru/download/elibrary\_34941202\_91427590. pdf, дата обращения 30.11.2020.

Демина Я.В. (2018) Влияние валютной политики на портфельные инвестиции в странах Восточной Азии // Пространственная экономика. № 2. С. 74–91. DOI: 10.14530/se.2018.2.074-091

Красавина Л.Н. (2017) Реформы мировых валютных систем: ретроспективный и актуальный анализ // Деньги и кредит. № 4. С. 14–23 // https://rjmf.econs.online/upload/iblock/87f/87fbd1c0 0a44a651780e431875ad3c3b.pdf, дата обращения 30.11.2020.

Кудрин А.Л., Горюнов Е.Л., Трунин П.В. (2017) Кредитная политика: мифы и реальность // Вопросы экономики. № 5. С. 5–28. DOI: 10.32609/0042-8736-2017-5-5-28

Любский М.С. (2013) Российская политика валютного курса // Российский внешнеэкономический вестник. № 3. С. 48–58 // http://www.rfej.ru/rvv/id/00046B0C7/%24file/48-58.pdf, дата обращения 30.11.2020.

Ольховик В.В. (2016) Моделирование влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост России, Украины и Казахстана // Финансовая аналитика: решения и проблемы. № 27. С. 26–39 // https://cyberleninka.ru/article/n/modelirovanie-vliyaniya-pryamyh-inostrannyh-investitsiy-na-ekonomicheskiy-rost-rossii-ukrainy-i-kazahstana/viewer, дата обращения 30.11.2020.

Полтерович В.М. (2007) Элементы теории реформ. М.: Экономика.

Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. (2012) На этот раз все будет иначе. Механизмы финансовых кризисов восемь столетий одни и те же. М.: Карьера Пресс.

BIS (2009). Issues in the Governance of Central Banks. A Report from the Central Bank Governance Group. Bank for International Settlements.

BIS (2014). The Transmission of Unconventional Monetary Policy to the Emerging Markets. Bank for International Settlements. BIS Papers. No 78.

Combes J.-L., Kinda T., Plane P. (2011) Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate // International Monetary Fund. WP/11/9.

Dua P., Garg R. (2013) Foreign Portfolio Investment Flows to India: Determinants and Analysis // Centre for Development Economics, Department of Economics, Delhi School of Economics. WP No 225.

ECB (2017). A New Database for Financial Crises in European Countries:

ECB/ESRB EU Crises Database. European Central Bank. ECB Occasional Paper Series. No 194.

Habermeier K., Kokenyne A., Veyrune R., Anderson H. (2009) Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements // International Monetary Fund. WP 09/211.

Hanke S.H., Jonung L., Schuler K. (1993) Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform, London: Routledge.

Hanke S.H., Schuler K. (1994) Currency Boards for Developing Countries: A Handbook, San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

IMF (2003–2016). Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks. International Monetary Fund.

IMF (1) (2016). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. International Monetary Fund. IMF Annual Reports.

IMF (2) (2016). Capital Flows – Review of Experience with the Institutional View. International Monetary Fund. Policy Paper, pp. 15–17.

IMF (2019). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018. International Monetary Fund.

Laeven L., Valencia F. (2012) Systemic Banking Crises Database: An Update // International Monetary Fund. IMF Working Paper. No 12/163.

Saxena S.C. (2008) Capital Flows, Exchange Rate Regime and Monetary Policy // Bank for International Settlements. BIS Papers. No 35, pp. 81–102.

Tokunbo S.O., Lloyd A.A. (2009) Foreign Direct Investment and Exchange Rate Volatility in Nigeria // International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies. V6-2, pp. 83–110.

# **Russian Experience**

DOI: 10.23932/2542-0240-2020-13-6-4

# Central Bank Responsibility Area taking Russian Example: Exchange Rate as the Financial Stability Indicator

## Violetta V. ARKHIPOVA

PhD in Economics, Senior Researcher Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, 117218, Nakhimovskij Av., 32, Moscow, Russian Federation E-mail: q123zv@yandex.ru

ORCID: 0000-0001-9393-6403

## Svetlana A. NIKITINA

Junior Researcher Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, 117218, Nakhimovskij Av., 32, Moscow, Russian Federation E-mail: s.veta.nikitina@yandex.ru ORCID: 0000-0003-3795-6973

**CITATION:** Arkhipova V.V., Nikitina S.A. (2020) Central Bank Responsibility Area taking Russian Example: Exchange Rate as the Financial Stability Indicator. *Outlines of Global Transformations: Politics, Economics, Law*, vol. 13, no 6, pp. 65–83 (in Russian). DOI: 10.23932/2542-0240-2020-13-6-4

Received: 04.03.2020.

**ACKNOWLEDGEMENTS:** The article was prepared for the scientific project № 18-014-00032 that is referred to as "New factors of Russian Foreign Economic Relations Development: Risks and Opportunities" and supported by the Russian Foundation for Basic Research (RFBR).

ABSTRACT. The paper raises two main questions: the definition of a Central Bank's responsibility and the need of the exchange rate regulation for the countries with developing, emerging and post-transformed national economies. We also investigate this issue for Russian practice within the period of 1990s till nowadays. The paper provides an overview of the Central bank history, highlighting the stages of its evolution and the corresponding changes in the goal-setting for its activities and tasks. The goals and policy of the Bank

of Russia are considered and evaluated in the context of modern international practice and efficiency of achieving the necessary level of financial stability and national economy development, preserving and strengthening economic sovereignty. Generally we use the Bank for international settlements (BIS) survey data processing, the comparative cross-country analysis of BIS statistics and econometric analysis of the data provided by Bank of Russia including exchange rate and investments (FDI, portfolio and other). We also

analyzed the main directions of the unified state monetary policy in the Russian Federation and the consequences of its implementation. The authors concluded that the countries of the representative group are more vulnerable to the negative impact of external factors on their national economy under the conditions of free-float exchange rates. The policy of the Russian Central Bank focused mainly on inflation targeting with the freely floating exchange rate of the ruble, is recognized as ineffective for solving internal problems of the national economy and confronting external threats and challenges, including current sanctions regime against Russia.

**KEY WORDS:** Central bank, exchange rate, free floating, external "shocks", Russia, financial stability, responsible approach, cause-and-effect relations

# References

Andryushin S.A. (2018) Centralized and Decentralized Monetary Systems. *Voprosy Teoreticheskoj Ekonomiki*, no 1, pp. 26–49. Available at: https://cyberleninka.ru/article/n/tsentralizovannye-i-detsentralizovannye-denezhnye-sistemy/viewer, accessed 30.11.2020 (in Russian).

Bank of Russia (1999–2020). Main Directions of the Unified State Monetary Policy, Published in the "Bulletin of the Bank of Russia". Available at: https://cbr.ru/about\_br/publ/ondkp/, accessed 30.11.2020 (in Russian).

*BIS* (2009). Issues in the Governance of Central Banks. A Report from the Central Bank Governance Group. Bank for International Settlements.

*BIS* (2014). The Transmission of Unconventional Monetary Policy to the Emerging Markets. Bank for International Settlements. BIS Papers. No 78.

Combes J.-L., Kinda T., Plane P. (2011) Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate. *International Monetary Fund*. WP/11/9.

Dua P., Garg R. (2013) Foreign Portfolio Investment Flows to India: Determinants and Analysis. Centre for Development Economics, Department of Economics, Delhi School of Economics. WP No 225.

Dyomina Ya.V. (2018) The Effects of Current Policy on Portfolio Investments in East Asia Countries. *Spatial Economics*, no 2, pp. 74–91 (in Russian). DOI: 10.14530/se.2018.2.074-091

ECB (2017). A New Database for Financial Crises in European Countries: ECB/ESRB EU Crises Database. European Central Bank. ECB Occasional Paper Series. no 194.

Glazyev S.Yu. (2017) The Economy of the Future. Has Russia Any Chance? Moscow: Kniznij mir (in Russian).

Golovnin M. (2016) Monetary Policy in Russia during the Crisis. *Journal of the New Economic Association*, no 1(29), pp. 168–174. Available at: https://www.econorus.org/repec/journl/2016-29-168-174r.pdf, accessed 30.11.2020 (in Russian).

Golovnin M., Ushkalova D., Obolensky V., Kosikova L., Shujsky V., Kvashnina I., Arkhipova V., Oganesyan G., Nikitina S. (2018) The Impact of the External Factors on the Deepening of the 2014–2016 Crisis in Russia's Economy. Society and Economy, no 5, pp. 5–45. Available at: https://www.elibrary.ru/download/elibrary\_34941202\_91427590.pdf, accessed 30.11.2020 (in Russian).

Habermeier K., Kokenyne A., Veyrune R., Anderson H. (2009) Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements. *International Monetary Fund.* WP 09/211.

Hanke S.H., Jonung L., Schuler K. (1993) Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform, London: Routledge.

Hanke S.H., Schuler K. (1994) Currency Boards for Developing Countries:

A Handbook, San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

*IMF* (2003–2016). Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks. International Monetary Fund.

*IMF* (1) (2016). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. International Monetary Fund. IMF Annual Reports.

*IMF* (2) (2016). Capital Flows – Review of Experience with the Institutional View. International Monetary Fund. Policy Paper, pp. 15–17.

*IMF* (2019). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018. International Monetary Fund.

Krasavina L.N. (2017) Reforms of World Currency Systems: Retrospective and Actual Analysis. *Money and Finance*, no 4, pp. 14–23. Available at: https://rjmf.econs.online/upload/iblock/87f/87fbd-1c00a44a651780e431875ad3c3b.pdf, accessed 30.11.2020 (in Russian).

Kudrin A., Goryunov E., Trunin P. (2017) Stimulative Monetary Policy: Myths and Reality. *Voprosy Ekonomiki*, no 5, pp. 5–28 (in Russian). DOI: 10.32609/0042-8736-2017-5-5-28

Laeven L., Valencia F. (2012) Systemic Banking Crises Database: An Update. *International Monetary Fund*. IMF Working Paper. No 12/163.

Lyubsky M.S. (2013) Exchange Rate Policy in Russia. *Russian Foreign Economic Journal*, no 3, pp. 48–58. Available at: http://www.rfej.ru/rvv/id/00046B0C7/%-24file/48-58.pdf, accessed 30.11.2020 (in Russian).

Ol'khovik V.V. (2016) Modeling of the Effects of Foreign Direct Investment of the Economic Growth in Russia, Ukraine and Kazakhstan. *Financial Analytics: Science and Experience*, no 27, pp. 26–39. Available at: https://cyberleninka.ru/article/n/modelirovanie-vliyaniya-pryamyh-inostrannyh-investitsiy-na-ekonomicheskiy-rost-rossii-ukrainy-i-kazahstana/viewer, accessed 30.11.2020 (in Russian).

Polterivich V.M. (2007) *The Theory of Reforms' Elements*, Moscow: Ekonomika (in Russian).

Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2012) *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Moscow: Karyera Press (in Russian).

Saxena S.C. (2008) Capital Flows, Exchange Rate Regime and Monetary Policy. *Bank for International Settlements*. BIS Papers. No 35, pp. 81–102.

Tokunbo S.O., Lloyd A.A. (2009) Foreign Direct Investment and Exchange Rate Volatility in Nigeria. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*. V6-2, pp. 83–110.