

ВАЛЮТНЫЕ ИНТЕРВЕНЦИИ. МОТИВЫ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ И ИХ ИНСТРУМЕНТАРИЙ

С. Р. Моисеев,

доктор экономических наук, директор Департамента финансовой стабильности Банка России;
e-mail: msr@mail.cbr.ru

Операции центральных банков на валютных рынках используются в качестве инструмента денежно-кредитной политики во многих развивающихся экономиках, прежде всего в странах Азии. Настоящее исследование валютных интервенций охватывает как их теорию, так и практику проведения операций.

Цели валютных интервенций

Статья 35 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» причисляет **валютные интервенции** к основным инструментам и методам денежно-кредитной политики Банка России. Под валютной интервенцией (*foreign exchange market intervention, currency intervention*) понимается купля-продажа Центральным банком иностранной валюты на валютном рынке для воздействия на курс рубля и на суммарный спрос и предложение денег. Большинство центральных банков полагает, что валютные интервенции следует определять как операции, которые проводятся для оказания влияния на внешнюю стоимость национальной валюты (против внутренней стоимости, которая измеряется через инфляцию). Альтернативное определение, пользующееся меньшей поддержкой центральных банков, описывает валютные интервенции как все значимые (по объему и частоте) валютные операции денежных властей вне зависимости от того, проводятся ли они для влияния на внешнюю стоимость национальной валюты¹.

Для чего центральные банки проводят валютные интервенции? В 2013 г. Банк международных расчетов провел опрос центральных банков, посвященный их политике интервенций². В табл. 1 приведена классификация целей валютной интервенции в зависимости от режима валютного курса. Принципиально различаются два подхода к интервенциям: для регулирования уровня валютного курса и для управления его волатильностью. Если национальная валюта не является полностью конвертируемой и не обладает достаточно устойчивым валютным курсом, центральные банки предпринимают активные усилия по регулированию номинального курса. В случае режима фиксированного валютного курса центральный банк проводит интервенции для выполнения своих обязательств по сохранению валютного курса в определенных рамках. Фиксированный валютный курс рассматривается

в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики для борьбы с инфляцией. В случае промежуточного режима валютного курса или управляемого плавания центральный банк проводит интервенции для сглаживания его колебаний, чтобы не допустить избыточного влияния волатильности курса на экономическую активность. К примеру, как отмечается в официальном документе «Основные принципы валютных операций Банка Японии», центральный банк сокращает амплитуду колебаний обменного курса вокруг долгосрочного тренда: *С введения плавающего валютного курса иены в 1973 г. японская экономика испытывала существенные колебания валютного курса с долгосрочной тенденцией укрепления иены. Чтобы смягчить отрицательное влияние таких колебаний на японскую экономику, центральный банк время от времени проводит интервенции на валютном рынке*³. Конечной целью интервенций может быть сглаживание колебаний выпуска продукции и инфляции, вызванных значительными изменениями валютного курса. Как отмечает глава шведского Риксбанка (в 1994–2002 гг.) Урбан Бэкстром, интервенции могут быть вспомогательным средством управления инфляцией: *Интервенции на валютном рынке являются одним из инструментов, находящихся в распоряжении центрального банка. Для центрального банка, который таргетирует инфляцию, первичным инструмен-*

Таблица 1

Классификация целей валютных интервенций: опрос центральных банков (доля ответов респондентов), %

Цель	2005 г.	2012 г.
Управление уровнем валютного курса	21	20
Сглаживание динамики валютного курса	36	35
Ограничение волатильности валютного курса	57	60
Ограничение давления на валютный курс из-за движения капитала	42	45
Поддержание ликвидности на валютном рынке	10	20
Накопление международных резервов	36	40

Источник: Daude C., Levy Yeyati E., Tella D. and Nagengast A. On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets. OECD Development Centre Working Paper. 2014. № 324. P. 9.

¹ Results of the Survey of Foreign Exchange Market Intervention. Twenty-Sixth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics. Muscat. 2013. October 28–30. P. 3.

² Market Volatility and Foreign Exchange Intervention in EMEs: What Has Changed? BIS Papers № 73. 2013.

³ Outline of the Bank of Japan's Foreign Exchange Intervention Operations. Bank of Japan. July 2000.

том служит процентная ставка. В то же время, если колебания валютного курса несут серьезный риск инфляции и курс заметно отклоняется от разумного значения, интервенции оправданы как дополнительная мера по обеспечению ценовой стабильности¹.

В целом мотивы для проведения валютных интервенций могут быть описаны следующим образом.

- **«Грести против течения»** (*leaning against the wind*). Вмешательство центрального банка на валютном рынке обусловлено его желанием изменить складывающуюся рыночную динамику. Это может выражаться как во влиянии на уровень валютного курса, так и на его волатильность. Ограничение изменчивости валютного курса в наибольшей степени характерно для центральных банков развивающихся экономик. По некоторым оценкам, не менее половины центральных банков развивающихся экономик проводят интервенции для снижения волатильности валютного курса. Интервенции могут быть предназначены для поддержания симметричной волатильности в обе стороны (обесценение и укрепление), предотвращения краткосрочного «перелета» валютного курса и сопротивления быстрому изменению курса. В ряде случаев для центральных банков развитых экономик может быть характерно другое поведение. В частности, Резервный банк Австралии и Резервный банк Новой Зеландии, напротив, усиливали рыночную тенденцию и «гребли по течению»².
- **Минимизация отклонения валютного курса от его равновесного значения** (*reducing exchange rate misalignment*). В случае завышенного валютного курса происходит ухудшение торгового баланса в силу стагнации экспорта, наращивание импорта и приток краткосрочного капитала. Заниженный валютный курс, напротив, приводит к росту цен под влиянием эффекта переноса валютного курса. Центральные банки могут быть заинтересованы в среднесрочной корректировке на валютном рынке, если они полагают, что текущий валютный курс значительно отклоняется от равновесия. Выравниванием курса занимается около 20% центральных банков, которые придерживаются какой-либо разновидности плавающего курса. По ряду причин это достаточно сложная политика. Моделирование равновесного валютного курса на практике является непростой задачей. Ошибки, недоучет факторов и смещения в моделях чреваты неверной макроэкономической политикой. Кроме того, противостоять среднесрочной рыночной тенденции могут только центральные банки, накопившие достаточный объем междуна-

родных резервов. Центральные банки, оказывающие целевое воздействие на валютный курс, не стремятся афишировать свои действия. Политика «разори соседа» (*beggar-thy-neighbour policy*), при которой денежные власти стремятся повысить национальное благосостояние за счет манипулирования курсом, приводит к валютным войнам в форме конкурирующих девальваций и не пользуется поддержкой на международном уровне.

- **Управление международными резервами или их накопление** (*managing or accumulating FX reserves*). После череды глобальных финансовых кризисов центральные банки начали придерживаться более риск-ориентированного поведения. Даже в случае отсутствия необходимости вмешиваться в курсообразование центральные банки проводят интервенции, чтобы накапливать международные резервы. В долгосрочной перспективе они могут потребоваться в периоды финансовых кризисов. Некоторые центральные банки официально декларировали, что интервенции необходимы для накопления международных резервов. К их числу относится Центральный банк Турции, Резервный банк Южной Африки, Банк Мексики, Центральный банк Чили и Банк России. В 2015 г. Банк России заявил, что текущей целью интервенций является постепенное восстановление резервов в течение ряда лет. Резервы, необходимый уровень которых оценивается на уровне около 500 млрд дол. США, должны быть достаточны, чтобы покрывать значительные оттоки капитала на протяжении двух-трех лет³. Предполагается, что накопление резервов должно осуществляться постепенно и таким образом, чтобы это не противоречило основной цели денежно-кредитной политики Банка России, снижению инфляции до 4% в среднесрочной перспективе. По некоторым оценкам, не менее половины центральных банков развивающихся экономик в 2004–2010 г. проводили интервенции для наращивания резервов⁴.
- **Поддержание достаточной ликвидности на валютном рынке** (*ensuring liquidity*). Для неглубоких валютных рынков характерна низкая торговая активность (небольшие обороты торгов), широкие спреды между курсами покупки и продажи, частые и значительные скачки курса внутри торгового дня. Дисбаланс спроса и предложения на неглубоком валютном рынке может быть причиной увеличения волатильности и «перелета» валютного курса. Центральные банки могут проводить интервенции для обеспечения валютного рынка ликвидностью и предотвращения его беспорядочного функционирования, особенно в периоды финансового стресса. В те-

¹ Bäckström U. Currency Interventions Cannot Be Ruled Out. Inter-Alpha's Steering Committee speech, 6.14.2001; <http://www.riksbank.com/>

² Kearns J. and Rigobon R. Identifying the Efficacy of Central Bank Interventions: Evidence from Australia and Japan // Journal of International Economics. 2005. № 1. P. 31–48.

³ Полякова Ю., Кошкарлов А. Новая курсовая политика ЦБ // РБК Daily. 8 июня 2015.

⁴ Adler G. and Tovar C. Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds? IMF Working Paper. 2011. № 165.

чение глобальных финансовых кризисов более половины центральных банков вмешивалось в торговлю на валютном рынке для обеспечения достаточной ликвидности в ходе торгов.

Помимо указанных мотивов валютных интервенций при их проведении в расчет могут приниматься и другие факторы, лежащие вне валютной системы. По крайней мере, экономическая литература свидетельствует о том, что центральные банки могут руководствоваться мотивами, не имеющими прямого отношения к колебаниям валютного курса. Подавляющее число центральных банков официально отвергает предположения, что они напрямую реагируют на факторы или условия вне валютного рынка. Тем не менее некоторые денежные власти обосновывают операции на валютном рынке политическими или международными событиями. К ним можно отнести военные конфликты, политические убийства, выборы руководства страны и другие события, которые могут отразиться на экономической политике. Некоторые центральные банки также указывают причиной интервенций желание усилить или скорректировать сигнал денежно-кредитной политики, а также провести координацию с другими центральными банками.

Центральные банки разных стран могут проводить совместные интервенции на национальных рын-

ках, чтобы оказать общее влияние на глобальный валютный рынок в целом. Они представляют собой скоординированные операции, проводимые одновременно группой центральных банков (как правило, это ФРС США, Европейский центральный банк, Банк Англии и Банк Японии) в одном направлении. Скоординированные интервенции имеют большую эффективность, чем односторонние операции какого-либо из центральных банков. К примеру, необходимость в скоординированной поддержке курса доллара США возникла в 1995 г., когда американская валюта за четыре месяца потеряла 20% по отношению к японской иене. С конца 1995 г. ФРС США прекратила проведение активных интервенций ради сохранения доверия к денежно-кредитной политике и подтверждения своей приверженности ценовой стабильности. Некоторые известные авторы, такие как Майкл Бордо из Ратгерского университета (США), Оуэн Хумпейдж из Федерального резервного банка Кливленда и соавтор Милтона Фридмана Анна Шварц из Национального бюро экономических исследований США, рассматривают это решение как кульминацию развития американской денежно-кредитной политики в XX столетии¹. С 1996 г. Федеральный резервный банк Нью-Йорка публикует квартальные отчеты об интервенциях, которые дают представление о международной координации операций.

Валютные интервенции денежных властей США

За проведение валютной интервенции в США ответственность несут две организации. От лица ФРС США выступает Федеральный резервный банк Нью-Йорка, который оперирует на внешних рынках. Он обладает относительно небольшим и устойчивым валютным резервом в 20 млрд дол. США, который представлен евро (61%) и японскими иенами (39%). Активы в евро хранятся в форме депозитов в других центральных банках и Банке международных расчетов, а также в немецких и французских государственных облигациях. Активы в японских иенах представлены преимущественно государственными облигациями Японии. Другой организацией, имеющей право проводить интервенции, является Фонд валютной стабилизации (*Exchange Stabilization Fund*) Казначейства США, созданный в 1934 г. в соответствии с Законом о золотых резервах (*Gold Reserve Act of 1934*). Казначейство США может с одобрения президента США самостоятельно проводить операции на валютном рынке. С помощью Фонда Казначейство США способно обходить ограничения Конгресса США, если последний не одобряет программы финансовой помощи другим странам. В частности, такая ситуация возникла во время экономического кризиса в Мексике в 1994 г., когда без одобрения Конгресса США американское правительство предоставило Мексике 20 млрд дол. в форме валютных свопов и гарантий по кредитам. Несколько раз предпринимались попытки ликвидировать Фонд, однако они закончились безрезультатно.

Валютные резервные активы поровну разделены между Федеральным резервным банком Нью-Йорка и Фондом валютной стабилизации. Иными словами, совокупная величина их активов достигает почти 40 млрд дол. США. Структура активов Фонда в разрезе валют и инструментов повторяет структуру валютных активов банка. Он же выступает агентом Фонда при управлении активами и при проведении интервенций. В ходе заключения валютных сделок на спот-рынке их сумма поровну делится между Фондом и банком. Исключения составляют своп-операции, которые банк как эмитент с неограниченным объемом эмиссии может заключать самостоятельно с другими иностранными центральными банками.

Американские денежные власти проводят нерегулярные интервенции, скоординированные с центральными банками других крупнейших стран. С 1996-го по 2015 г. зафиксированы три эпизода интервенций на спот-рынке (рис.):

- ▶ 17 июня 1998 г.: банк и Фонд в координации с Министерством финансов Японии продали 833 млн дол. для поддержки курса японской иены;
- ▶ 22 сентября 2000 г.: банк и Фонд в координации с Европейским центральным банком, Банком Японии, Банком Канады и Банком Англии купили 1,5 млрд евро для поддержки курса общей европейской валюты;

¹ Bordo M., Humpage O. and Schwartz A. U.S. Monetary-Policy Evolution and U.S. Intervention. Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper. 2011. № 27.

Рис. Интервенции Федерального резервного банка Нью-Йорка и Фонда валютной стабилизации Казначейства США за 1996–2015 годы, в млн дол. США

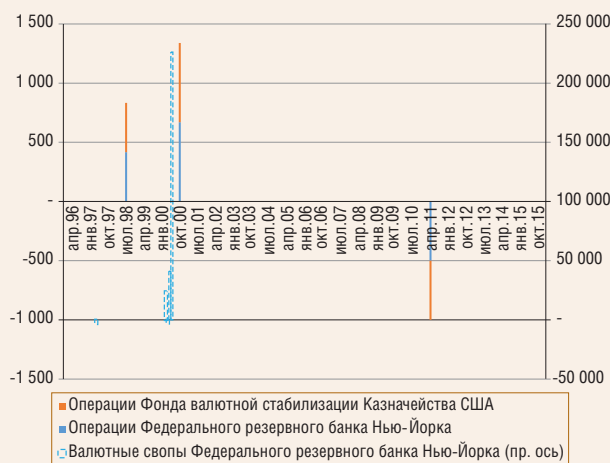


Таблица 2

Валютные соглашения американских денежных властей с иностранными центральными банками по состоянию на IV квартал 2015 года, в млн дол. США

Контрагент	Лимит	Остаток задолженности
Федеральный резервный банк Нью-Йорка		
Взаимные валютные соглашения		
Банк Канады	2 000	0
Банк Мексики	3 000	0
Своп-соглашения с обязательствами предоставления долларовой ликвидности		
Европейский центральный банк	Отсутствует	142
Национальный банк Швейцарии	Отсутствует	0
Банк Японии	Отсутствует	539
Банк Канады	Отсутствует	0
Банк Англии	Отсутствует	0
Своп-соглашения с обязательствами предоставления ликвидности в иностранных валютах		
Европейский центральный банк	Отсутствует	0
Национальный банк Швейцарии	Отсутствует	0
Банк Японии	Отсутствует	0
Банк Канады	Отсутствует	0
Банк Англии	Отсутствует	0
Фонд валютной стабилизации Казначейства США		
Банк Мексики	3 000	0

Источник: Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations. Federal Reserve Bank of New York. July–September 2015. P. 13.

¹ Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations. Federal Reserve Bank of New York. January–March 2011. P. 11.

Требования МВФ к политике валютного курса

Согласно уставу МВФ, принятому в 1977 г., на Фонд возложена ответственность за надзор за международной валютной системой и политикой валютного курса государств-членов. Реализация ряда инициатив по улучшению деятельности Фонда привела к тому, что Исполнительный совет МВФ утвердил в июне 2007 г. новое «Решение о

18 марта 2011 г.: банк и Фонд в координации с Европейским центральным банком, Банком Японии, Банком Канады и Банком Англии купили 1 млрд дол. США для поддержки курса японской иены.

Примечательно, что последний (третий) эпизод интервенций носил демонстративный характер и был заявлен как совместные действия властей стран Группы семи. После землетрясения в Японии японская валюта начала быстро укрепляться на фоне низкой ликвидности валютного рынка. Вечером 17 марта 2011 г. министры финансов Группы семи сделали официальное заявление: *В ответ на последнее колебание валютного курса иены, связанное с трагическими событиями в Японии, и по запросу японских властей власти Соединенных Штатов, Великобритании, Канады и Европейский центральный банк присоединятся к действиям Японии и проведут 18 марта 2011 г. совместную интервенцию на валютном рынке. Как ранее заявлялось, избыточная волатильность и беспорядочное изменение валютных курсов имеют неблагоприятное значение для экономической и финансовой стабильности. Мы будем пристально наблюдать за происходящим на валютном рынке и сотрудничать по мере необходимости*¹.

По решению Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США Федеральный резервный банк Нью-Йорка продал японской иены на сумму 500 млн дол. США. Кроме того, в роли агента для Казначейства США он продал еще 500 млн дол. в соответствии с договоренностями с Банком Японии, Банком Англии, Банком Канады и Европейским центральным банком. Интервенции начались со следующего операционного дня после официального заявления. Учитывая часовую пояс, интервенции начал Банк Японии, затем они последовательно проводились в течение суток другими центральными банками.

Интервенции могут проводиться также через валютные свопы, однако в таком случае денежные власти США действуют раздельно. По межправительственным договоренностям Фонд может временно предоставлять валютную ликвидность. В настоящее время своп-соглашение действует только с Банком Мексики на сумму до 3 млрд дол. США. Федеральный резервный банк Нью-Йорка заключил серию своп-соглашений с другими центральными банками для предоставления как долларовой ликвидности, так и ликвидности в других валютах из своих резервных активов (табл. 2). Наиболее активно они использовались во время глобального финансового кризиса в 2008 г., когда в общей сложности ФРС США предоставила 291 млрд дол. США для пополнения резервов других центральных банков.

надзоре на двусторонней основе», пришедшее на смену предыдущим нормам, принятым 30 лет назад. Причинами изменения надзора за политической валютного курса государств-членов стала неудовлетворительная оценка деятельности Фонда со стороны Независимого отдела оценки МВФ¹.

¹ An IEO Evaluation of IMF Exchange Rate Policy Advice, 1999–2005; <http://www.ieo-imf.org/ieo/pages/IEOHome.aspx>

В Решении 2007 г. более полно разъяснены роли и обязанности МВФ, а также государств – членов Фонда. В частности, странам даются более четкие рекомендации о том, каким образом им следует проводить политику валютного курса, что приемлемо для международного сообщества, а что – нет. МВФ требует, чтобы денежные власти руководствовались четырьмя принципами при проведении курсовой политики:

- избегать манипулирования валютными курсами или международной валютной системой для предотвращения стабилизации (корректировки) платежного баланса или для получения несправедливого преимущества в конкуренции с другими государствами – членами МВФ;
- в случае необходимости следует проводить интервенции на валютном рынке для противостояния его дезорганизации, которая может характеризоваться, среди прочего, беспорядочными краткосрочными колебаниями валютного курса;
- принимать во внимание интересы других государств-членов, в том числе интересы стран, валюту которых они используют для интервенций;
- избегать политики валютного курса, ведущей к внешней нестабильности.

В сравнении с нормами 1977 г. новое «Решение о надзоре на двусторонней основе» от 2007 г. содержит четвертый принцип, связанный с внешней нестабильностью. Под ней понимается такое состояние платежного баланса, которое не ведет и вряд ли приведет к беспорядочным краткосрочным корректировкам валютных курсов. Для этого требуется равновесное состояние базового счета текущих операций (счета текущих операций с учетом временных факторов, включая циклические колебания, временные шоки и запаздывание корректировки), а также состояние счета операций с капиталом и финансовых операций, не создающее риска внезапных изменений потоков капитала.

При осуществлении Фондом надзора за соблюдением государствами-членами установленных принципов МВФ рассматривает длительные масштабные односторонние интервенции на валютном рынке как недопустимое явление, требующее «тщательного изучения и обсуждения» с руководством страны. Если Фонд обнаруживает в действиях властей признаки манипулирования валютным курсом для получения конкурентного преимущества или с целью предотвращения изменения состояния платежного баланса, то МВФ может применить к ним мягкие санкции и ограничить доступ к заемным ресурсам Фонда.

Независимый отдел оценки МВФ при проведении экспертизы деятельности Фонда пришел к выводу, что в течение длительного времени Фонд с предубеждением относился к интервенциям на валютном рынке и к накоплению резервов. Стабильность валютного курса всегда рассматривалась денежными властями развивающихся

экономик как непреходящая ценность, поскольку избыточная волатильность курса несет с собой существенные макроэкономические издержки. Высокая волатильность курса может возникать из-за неликвидных валютных рынков, на которых возможна манипуляция курсом; отсутствия возможностей хеджирования валютного риска; значительного уровня долларизации; подверженности экономики шокам цен на сырьевые товары; неспособности финансового сектора поглощать приток большого объема капитала. Накопление резервов позволяет решить ряд задач, включая самострахование против будущих шоков, противодействие «голландской болезни» или перераспределение национального благосостояния между несколькими поколениями граждан. Политика надзора МВФ за международной валютной системой не оспаривала роль интервенций и резервов в сглаживании колебаний валютных курсов. Однако власти как развитых, так и развивающихся стран полагают, что МВФ порой занимает догматичные позиции в отношении преимуществ гибких валютных курсов. Кроме того, он применяет слишком механистический, основанный на упрощенных экономико-математических моделях подход к оценке равновесия валютного курса. В отличие от денежных властей он в меньшей степени опирается на анализ информации с финансовых рынков, когда речь заходит об экспертной оценке времени интервенций, степени вмешательства и равновесного валютного курса. Независимые наблюдатели полагают, что в ходе надзора и вынесения суждения о политике валютного курса следует больше внимания обращать на следующее: полный анализ всех эпизодов интервенций, количественная оценка эффектов интервенций, тактика проведения интервенций, выход центрального банка из продолжительной политики интервенций, анализ международных резервов государственного сектора в целом вместо оценки изменений валютных резервов центрального банка¹.

С одной стороны, независимая оценка деятельности МВФ показала, что Фонд лояльно относится к вмешательствам центральных банков развитых стран на валютных рынках. К примеру, когда Национальный банк Швейцарии в 2009–2010 гг. проводил масштабные интервенции для предотвращения дефляции и переоценки швейцарского франка, МВФ поддержал проведение интервенций как форму количественного смягчения (*quantitative easing*). Аналогичным образом, Фонд не возражал против активного вмешательства Банка Японии на валютном рынке в 2010-м и 2011 г., хотя оно имело существенные последствия для международной валютной системы в целом². С

¹ International Reserves: IMF Advice and Country Perspectives. Issues Paper for an Evaluation by the Independent Evaluation Office. 2011. P. 7.

² International reserves: IMF concerns and country perspectives. IEO Evaluation Report. 2012. P. 10.

другой стороны, МВФ более категоричен к интервенциям и накоплению резервов центральными банками развивающихся стран. Опыт предыдущих финансовых кризисов, связанный с потерей стратегической независимости из-за требований стабилизационных программ МВФ, значительно повлиял на отношение развивающихся стран к интервенциям. Более 30% этих стран полагают, что накопление резервов им необходимо, чтобы избежать финансирования МВФ в период финансовых кризисов и связанного с ним своеобразного «клейма МВФ»¹.

Таблица 3

Инструменты валютных интервенций: опрос центральных банков (доля ответов респондентов) в %

Инструмент	Постоянно	Нерегулярно
Спот-операция	91	9
Валютный форвард	9	36
Внебиржевой дериватив	14	32

Источник: Daude C., Levy Yeyati E., Tella D. and Nagengast A. On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets. OECD Development Centre Working Paper. 2014. № 324. P. 9.

Инструменты валютных интервенций

В большинстве случаев интервенции проводятся в форме конверсионных операций на спот-рынке (*spot market*), при которых оплата по сделке производится немедленно, как правило, в течение двух дней (действует режим T+2). Спот-сделки называются также наличными или кассовыми операциями. Большинство денежных властей предпочитает проводить прямые (*outright*) операции на валютном рынке по заранее оговоренному курсу (табл. 3). Операции могут проводиться на бирже или на внебиржевом рынке. В некоторых случаях, когда валютный рынок не обладает достаточной ликвидностью, интервенции осуществляются в форме валютных аукционов (например, в Хорватии, Турции и других странах). Валютные аукционы также позволяют центральным банкам аккумулировать международные резервы.

Кроме того, центральный банк может оперировать на рынке валютных срочных контрактов с расчетами более чем через два дня (действует режим T+N). Как правило, это форвардные контракты – обязательства двух сторон в определенную будущую дату конвертировать некоторую сумму в одной валюте в другую валюту по оговоренному в момент заключения сделки курсу. Альтернативой является валютный опцион, который предоставляет покупателю право, но не возлагает на него обязанность в определенный срок в будущем конвертировать валюту по зафиксированному в момент заключения сделки курсу и на определенную в момент заключения сделки сумму.

Для предотвращения девальвации или обесценения национальной валюты центральный банк может продавать европейский опцион «пут» на собственную валюту или опцион «колл» на иностранную валюту. Хотя сама по себе цена опциона не имеет прямого эффекта на валютный курс на спот-рынке, спекулянты часто приобретают опционы «пут», чтобы занять короткую позицию в «слабой» валюте. Опирируя срочными контрактами, центральный банк переносит игру со спекулянтами со спот-рынка на рынок срочных контрактов. Тем самым, как и в случае с форвардами, он избегает немедленного расходования международных резервов.

Пример использования опционов в качестве инструмента валютной интервенции в свое время продемонстрировал Банк Испании. В течение 1993 г. он продавал опционы «пут» на испанскую песету с тем, чтобы избежать ее девальвации. Банк Мексики в 1996 г. также продавал опционы «пут» на доллар США, но делал это с другой целью: ему необходимо было накопить достаточный объем международных резервов. Другой пример – Центральный банк Колумбии использует в ходе интервенций валютные опционы. В ноябре 1999 г. он ввел в постоянный денежно-кредитный инструментариум две разновидности месячных опционов. Одни предназначены для аккумуляции международных резервов, вторые нужны для снижения избыточной волатильности курса национальной валюты².

В связи с тем, что валютный курс по срочным контрактам связан с валютным курсом на спот-рынке через покрытый паритет процентных ставок, интервенция на срочном рынке может повлиять на валютный курс на спот-рынке. Преимущество валютных интервенций на срочном рынке заключается в том, что они не требуют немедленных наличных расчетов. При изменении конъюнктуры центральный банк может отказаться от интервенции, проведя встречную (противоположную) операцию. Изменения международных резервов в таком случае не произойдет, однако денежные власти выполняют поставленные задачи. К примеру, Банк Таиланда прибежал к покупкам на форвардном рынке весной 1997 г. с тем, чтобы поддержать валютный курс тайского бата. Как свидетельствует опыт Южно-Африканского резервного банка, операции центрального банка на рынке срочных контрактов необязательно могут быть успешными (см. «Интервенции Южно-Африканского резервного банка на рынке валютных форвардов»).

Операции на срочном и спот-рынке могут проводиться одновременно. Сделка, в ходе которой валюта покупается на спот-рынке и продается на форвардном рынке, известна как валютный своп (*currency swap*). Он представляет собой комбинацию двух противоположных конверсионных операций на одинаковую сумму с разными датами расчетов. Дата исполнения пер-

¹ Banerji A. and Martinez A. IMF Bilateral Surveillance on Reserves. IEO Background Paper. 2012. № 2. P. 37.

² Mandeng O. Central Bank Foreign Exchange Market Intervention and Option Contract Specification: The Case of Columbia. IMF Working Paper. 2003. № 135.

вой части сделки называется датой валютирования, а дата исполнения второй, более удаленной по сроку, части сделки – датой окончания свопа. Большая часть валютных свопов заключается на срок до одного года. Хотя сам по себе валютный своп оказывает незначительное влияние на валютный курс, своп-операция может выступать частью валютной интервенции. К примеру, Резервный банк Австралии использует валютные свопы для стерилизации своих спот-операций. Австралийские денежные власти предпочитают комбинацию валютного свопа и сделки на спот-рынке в связи с тем, что она позволяет интервенции быть более гибкой, чем просто кассовая операция с компенсационной сделкой на форвардном рынке.

Инструментами валютных интервенций Банка России являются операции на спот-рынке и сделки «валютный своп». Основная форма интервенций представлена конверсионными операциями

рубль/доллар США на внутреннем валютном рынке. Конверсионные операции с иностранной валютой могут проводиться Центральным банком как в ходе биржевых торгов (на Московской Бирже), так и на внебиржевом межбанковском валютном рынке. Банк России может проводить операции «валютный своп» в форме продажи долларов США за рубли на возвратной основе. Важно отметить, что в конце 2014 г. Банк России перешел на плавающий курс рубля и прекратил проведение регулярных интервенций.

Предоставление иностранной валюты возможно не только через спот-операции и валютные деривативы, но и через другие инструменты временного предоставления валютной ликвидности. Во второй половине 2014 г. в отношении крупнейших российских компаний и банков были введены иностранные санкции, которые ограничили доступ резидентов к долговому финансированию на внешних

Интервенции Южно-Африканского резервного банка на рынке валютных форвардов

В 1985 г. по отношению к Южно-Африканской Республике (ЮАР) были введены экономические санкции в связи с действовавшим в стране режимом апартеида. Это привело к тому, что местная финансовая система лишилась доступа к внешним рынкам капитала и не могла занимать у МВФ или других международных финансовых организаций. Закрытие внешних рынков вынудило Южно-Африканский резервный банк (*South African Reserve Bank*, ЮАРБ) активно участвовать на валютном рынке через срочные контракты. В 1995 г. чистая валютная позиция ЮАРБ составляла минус 25 млрд дол. ЮАРБ ввел меры контроля за движением капитала, в том числе отказ от валютной оплаты поставок золотодобывающих компаний, переход на двойной валютный курс южноафриканского рэнда (по текущим и финансовым операциям) и введение моратория на погашение отдельных видов внешнего долга. В общей сложности, мораторий привел к замораживанию выплат по внешнему долгу на сумму в 13,6 из 23,7 млрд дол. США.

В начале 1990-х гг. по мере нормализации международных отношений ЮАРБ провел валютное дерегулирование и снизил степень своего участия на валютном рынке. В 1992 г. ЮАРБ начал проводить валютные операции на спот-рынке с уполномоченными банками-дилерами. Динамика курса рэнда представляла собой умеренное устойчивое обесценение по отношению к доллару США. В 1995 г. ЮАРБ отменил множественность валютных курсов и выразил намерение снизить свою открытую позицию по валютным форвардным контрактам за счет покупки валюты на открытом рынке и продажи суверенных еврооблигаций. В начале 1996 г. размер открытой позиции по форвардным контрактам снизился в три раза – до 8,5 млрд дол. США.

Внешнеэкономическая либерализация привела к оттоку капитала из страны и ускоренному обесценению рэнда. ЮАРБ противодействовал тенденции, наращивая позицию на форвардном рынке, которая увеличилась до 22 млрд дол. США. Интервенции ЮАРБ представляли собой комбинацию спот-сделок и срочных сделок на валютном рынке. ЮАРБ продавал доллары США на спот-рынке, затем заключал сделку валютного свопа, в рамках которой осуществлялась покупка долларов США на спот-рынке и их продажа на форвардном рынке. В результате возрастали обязательства ЮАРБ по поставке долларов США в будущем.

В 1998 г. ЮАРБ объявил об отказе от проведения операций по продаже валюты на срочном рынке ввиду их низкой эффективности. ЮАРБ начал переход к режиму плавающего курса рэнда. В 2000–2001 гг. на фоне невмешательства ЮАРБ рэнд обесценился в полтора раза. Неэффективность форвардных сделок объяснялась падающими ценами на золото – основной экспортный товар ЮАР. В условиях ожидаемого обесценения рэнда форвардные контракты на покупку валюты пользовались активным спросом у импортеров и заемщиков на внешнем рынке. Напротив, на спот-рынке наблюдался дефицит предложения иностранной валюты, поскольку экспортеры придерживали продажу валютной выручки. В результате дисбаланса спроса и предложения на валютном рынке риски форвардных контрактов легли на ЮАРБ. Центральный банк накопил значительный объем форвардных позиций по продаже долларов США, которые превосходили его валютные резервы. В 2002 г. валютные резервные активы ЮАРБ составляли 5,6 млрд дол., в то время как его обязательства по продаже долларов США через форвардные контракты в течение года – 6,8 млрд дол.¹ В конечном счете, ЮАРБ понес существенные убытки по срочным операциям в условиях возрастающей волатильности курса и его неспособности остановить обесценение валюты.

Ситуация начала стабилизироваться после 2002 г. по мере улучшения внешнеторговой конъюнктуры и притока иностранного капитала. После того, как удалось полностью закрыть отрицательную чистую валютную позицию в 2003 г., ЮАРБ начал проводить операции по покупке валюты на спот-рынке для наращивания валютных резервов. В последующее десятилетие ЮАРБ продолжал пополнять резервы как за счет спот-рынка, так и за счет форвардного рынка, сохраняя положительную открытую валютную нетто-позицию.

¹ Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. South African Reserve Bank. September 2002.

Таблица 4

Операции Банка России по предоставлению валютной ликвидности, по состоянию на начало 2016 года

Инструмент	Форма проведения	Залоговое обеспечение	Срочность	Регулярность
Операции на аукционной основе	Валютное РЕПО	Ценные бумаги из Ломбардного списка Банка России	1 неделя, 28 дней, 12 месяцев	Еженедельно
	Валютные кредиты	Права требования по кредитам экспортерам в иностранной валюте	28 дней, 365 дней	Нерегулярно
Операции постоянного действия	Валютный своп	Рубли на корреспондентском счете в Банке России	овернайт	По запросу банков

рынках. Введение иностранных санкций создавало трудности в управлении валютной ликвидностью и препятствовало рефинансированию внешнего долга. В tandem со снижением цен на нефть ограничение доступа к внешним рынкам капитала могло способствовать напряженности на внутреннем валютном рынке и росту негативных ожиданий по курсу рубля. В конечном счете, комбинация внешних шоков создавала риски ценовой и финансовой стабильности.

В качестве ответной меры Банк России принял решение ввести в действие новые инструменты предоставления валютной ликвидности на возвратной основе. Они ориентированы на российские компании и банки, испытывающие временный дефицит валютной ликвидности, но прежде всего новые инструменты предназначены для организаций, находящихся под иностранными санкциями и имеющих некоторый объем внешней задолженности. Прямыми получателями валютной ликвидности являются банки, которые могут, в свою очередь, рефинансировать валютную задолженность крупнейших экспортеров, таких как Роснефть.

Важно отметить, что инструменты предоставления валютной ликвидности были призваны не заместить рыночные инструменты долгового финансирования, а создать комфортные условия для своевременного обслуживания внешнего долга. Валютная выручка и привлечение капитала из других юрисдикций по-прежнему рассматриваются как основной источник погашения внешнего долга. Кроме того, операции Банка России по предоставлению валютной ликвидности не направлены на достижение или поддержание определенного уровня курса рубля. Таким образом, они не противостоят режиму плавающего валютного курса. Инструменты Банка России предназначены для ликвидации временных разрывов в валютных платежах. Таким образом, введение новых инструментов было призвано способствовать расширению возможностей по управлению собственной валютной ликвидностью компаний и банков. Предоставление иностранной валюты Банком России приводит к снижению валового объема международных резервов. Однако в связи с тем, что оно происходит на возвратной основе, в среднесрочной перспективе оно не должно оказывать влияние на их уровень.

Инструментами предоставления иностранной валюты на возвратной основе являются операции

в форме аукциона. Они проводятся как аукционы валютного РЕПО и как аукционы по предоставлению валютных кредитов, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте. Удовлетворению внепланового спроса на иностранную валюту из-за операционных сбоев или задержек платежей служит валютный своп, по которому в обмен на рубли предоставляются доллары США. Валютный своп не проводится в форме аукциона, он является операцией постоянного действия. Банки могут ежедневно заключать валютный своп на фиксированных условиях (табл. 4). Банк России регулярно проводит оценку достаточности валютной ликвидности компаний и банков на микроэкономическом уровне в разрезе срочности активов и обязательств. На макроэкономическом уровне Центральный банк составляет прогноз основных компонентов платежного баланса, включая предполагаемый объем погашения внешнего долга. Кроме того, отслеживается состояние валютного сегмента денежного рынка (валютных и валютно-процентных свопов), что позволяет по рыночным индикаторам судить о дефиците или профиците валютной ликвидности на межбанковском рынке.

Оценки достаточности валютной ликвидности ложатся в основу лимита на аукционах – максимального объема денежных средств, которые могут быть предоставлены на аукционе. Помимо лимитов на каждом аукционе Банк России установил совокупный лимит на предоставление валютной ликвидности. По состоянию на начало 2016 г. он достигает 50 млрд дол. США. При существенном изменении макроэкономических факторов и условий доступа к внешним рынкам капитала Совет директоров Банка России может пересмотреть совокупный лимит. Минимальные процентные ставки, с которых начинается аукцион, устанавливаются в привязке к ставкам LIBOR в соответствующих иностранных валютах и на сопоставимые сроки. К ставке LIBOR добавляется некоторая процентная премия, варьирование которой позволяет Банку России регулировать ценовые условия аукциона. Фактическая ставка, по которой банки получают валютную ликвидность, определяется по итогам аукциона. Обеспечением валютного РЕПО являются ценные бумаги, включенные в Ломбардный список Банка России. В обеспечение по валютным кредитам Банка России принимаются права требования по кредитам в иностранной валюте.