

НЕКОНВЕНЦИОНАЛЬНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ И ИХ РОЛЬ В СТИМУЛИРОВАНИИ ЭКОНОМИКИ

М.В. Маркусенко*

Рассмотрены неконвенциональные монетарные меры, предпринятые центральными банками ведущих стран в условиях мирового финансового кризиса. Подтверждается вывод о незначительности их влияния на рост экономики. Использован подход, ориентированный на разделение инструментов валютной политики на стандартные и нестандартные. На основе изучения зарубежного опыта Китая и Норвегии предложены неконвенциональные инструменты валютной политики, применение которых в Республике Беларусь позволит реализовать конкретные преимущества страны, стимулировать развитие экономики.

Ключевые слова: валютная политика, валютный курс, иностранная валюта, инструменты, либерализация.

JEL-классификация: E31, E32, E44, E52, E58.

Материал поступил 9.01.2018 г.

Сфера международных валютных отношений недостаточно стабильна в современном мире. Поэтому для стран с переходной экономикой весь спектр инструментов валютного регулирования имеет важное значение для достижения целей государственной экономической, в том числе валютной, политики.

Целями, которые ставит перед собой государство, используя как экономические, так и административные инструменты валютной политики, выступают снижение отрицательного сальдо платежного и торгового баланса, обеспечение стабильности валютного курса, формирование международных валютных активов страны. Если применение административных инструментов валютной политики предполагает определение порядка осуществления операций с иностранной валютой посредством количественных ограничений или прямых запретов, то действие экономических инструментов валютного регулирования направлено на интересы субъектов экономики с помощью определенных валютно-кре-

дитных механизмов, оказывающих косвенное влияние на валютную сферу.

В экономической литературе белорусскими авторами (В.Ф. Байнев, Г.Л. Варdevанян, М.В. Демиденко, П.В. Каллаур, М.М. Ковалев, А.И. Лученок, К.В. Рудый, В.И. Тарасов, А.О. Тихонов, С.Д. Колесников и др.) рассматриваются сущность валютной политики и ее инструментов, различные аспекты валютного регулирования, тенденции развития валютного рынка в Республике Беларусь, влияние валютного курса на состояние экономики. В то же время в условиях переходной экономики вопросы повышения эффективности валютной политики и использования ее инструментов остаются актуальными.

Поэтому целесообразно уделить особое внимание рассмотрению вопросов выбора приоритетов и определения стандартных и нестандартных инструментов валютной политики, с помощью которых возможно стимулировать деловую активность и рост экономики. При этом следует учитывать все возможные факторы, оказывающие влияние на

* Маркусенко Марина Викторовна (markusenko@mail.ru), кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры банковского дела Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

ситуацию в валютной сфере, согласовывать цели и интересы всех участников валютного рынка, прогнозировать возможные негативные последствия при определении направлений и инструментов валютной политики.

Неконвенциональные инструменты монетарной политики центральных банков западных стран

Термин «неконвенциональная» в последние годы все более часто используется применительно к монетарной политике для обозначения массированных денежных интервенций центральных банков западных стран с целью преодоления кризисных процессов в банковской сфере и стимулирования деловой активности в реальном секторе экономики.

Так, в условиях мирового финансово-экономического кризиса 2007–2010 гг. и последующей рецессии Европейский центральный банк трансформировал монетар-

ную политику и от мер по поддержанию банковской ликвидности перешел к активным денежным интервенциям, направленным на предотвращение свертывания банками кредитных операций, на стимулирование инвестиционного и потребительского спроса в реальном секторе экономики (Усоскин, 2016).

В силу того, что валютная политика в развитых странах не выделяется из состава денежно-кредитной, перечисленные меры оказывали влияние и на отношения в валютной сфере: на динамику курсов валют, расширение экспортных возможностей и др.

На основе обобщения практики организации деятельности центральных банков ведущих стран специалистами предлагается классификация использовавшихся ими в кризисных и посткризисных условиях неконвенциональных монетарных мер, в том числе мер валютной политики (табл. 1) (Borio, Disyatat, 2009).

Таблица 1

Меры неконвенциональной монетарной политики, используемые центральными банками различных стран

Меры неконвенциональной монетарной политики	Содержание, инструменты	Страны	Цель применения
Меры кредитной помощи (модификация действий центрального банка как кредитора последней инстанции)	Программы воздействия на рынок межбанковских кредитов (долгосрочная кредитная помощь на льготных условиях, фиксированные ставки, возможность досрочного погашения)	США, Великобритания, Канада, Швейцария, Япония, страны ЕС	Увеличение объемов и сроков операций по рефинансированию банков и использование льгот в отношении видов и качества обеспечения предоставляемых кредитов
	Программы поддержки небанковских учреждений финансового рынка	США, Великобритания	Поддержка учреждений теневого banking, являющихся участниками фондового рынка, активно финансирующего инвестиции
Меры по управлению долгом	Покупка центральными банками долговых обязательств (государственные облигации, облигации банков, обязательства нефинансовых предприятий частного сектора, активы, обеспеченные ипотекой и т. д.) для формирования собственного портфеля	США, Великобритания, Япония, страны ЕС	Увеличение размеров денежной эмиссии, пополнение ресурсов финансовых организаций, изменение структуры балансов субъектов хозяйствования
Валютные операции центральных банков в форме валютных свопов	Проведение операций на условиях «своп» для обмена национальной валюты на валюту других государств	США, страны ЕС, Бразилия, Мексика, Венгрия	Удовлетворение спроса на иностранную валюту со стороны импортеров, финансовых организаций и населения. Предотвращение утечки капитала за границу

Источник. Авторская разработка на основе (Усоскин, 2016; Borio, Disyatat, 2009).

Результатами использования неконвенциональных методов денежно-кредитной политики, составляющей которой выступают меры, направленные на регулирование валютной сферы, явились следующие положительные последствия:

- увеличились сроки привлечения средств в банковский сектор (средний период заимствований коммерческих банков у Европейского центрального банка (ЕЦБ) вырос со 130 дней в 2012 г. до 804 дней в 2015 г.);
- снизились ставки по долговым финансовым инструментам, что упростило условия размещения на рынке банковских облигаций и способствовало снижению издержек по банковским операциям;
- дополнительная ликвидность была использована банками для кредитования предприятий частного сектора.

В то же время специалисты называют ряд отрицательных последствий, таких как:

- снижение показателей рентабельности банков;
- снижение качества банковского кредитного портфеля;
- рост просроченной задолженности по выданным кредитам;
- высокие операционные издержки;
- усиление конкуренции со стороны небанковских финансово-кредитных организаций (Усоскин, 2016).

Руководителями центральных банков неоднократно подчеркивалось, что расширения мер денежно-кредитной политики недостаточно для решения всех проблем в банковской системе и реальном секторе экономики. Использование неконвенциональных мер не смогло в значительной мере повлиять на улучшение конъюнктуры в реальном секторе и рост экономики.

Об этом свидетельствует динамика темпов роста ВВП стран Еврозоны и США (рис. 1).

В 2013–2016 гг. наиболее высокие темпы роста ВВП имели США: в 2013 г. – 101,5%, в 2015 – 102,6, в 2016 г. – 101,6%. Рост ВВП Еврозоны в 2013 г. составил 100,2%, в 2016 г. – 101,7%. Процентная ставка Федеральной резервной системы (ФРС) в 2013 г. составляла 0,25%. В январе 2015 г. она была увеличена до 0,5%, в январе

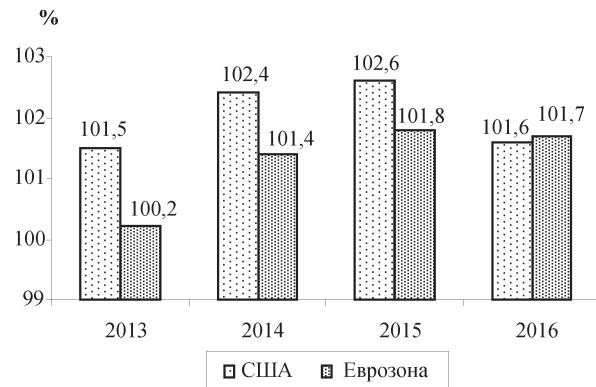


Рис. 1. Динамика темпов роста ВВП США и Еврозоны в 2013–2016 гг., %

Источник. Авторская разработка на основе URL: <http://www.statdata.ru/vvp-stran-mira/>

2016 г. – до 0,75%, в марте 2017 г. – до 1%. В то же время процентная ставка ЕЦБ снижалась. В начале 2013 г. она составляла 0,75%, в течение года была снижена сначала до 0,5%, затем – до 0,25%. В 2014 г. ставка снижалась также дважды: до уровня 0,15% и 0,05%, в 2016 г. – снижена до 0%.

Значимым считается также показатель доходности 10-летних государственных облигаций США и Германии (крупнейшего представителя Еврозоны). Пик доходности 10-летних облигаций США (3,05%) приходился на конец 2013 г. В то же время доходность облигаций Германии достигала 2,05%. На протяжении всего рассматриваемого периода разрыв в доходности 10-летних облигаций увеличивался и по состоянию на 1 января 2017 г. составил 2%¹.

В 2014 г. на фоне превышения роста ВВП США над ростом ВВП Еврозоны на 1%, более высокой процентной ставки и увеличивающегося разрыва в доходности 10-летних облигаций курс доллара значительно укрепился против евро. После значительного падения евро в 2015 г. начался период флета², когда нисходящий тренд закончился и курс попал в коридор между уровнями 1,04 и 1,16, в котором находился до начала 2017 г. В период явного понижающегося тренда банки совершали большее число операций по конвертации свободных

¹ Доходность 10-летних облигаций США. URL: <https://ru.investing.com/rates-bonds>; доходность 10-летних облигаций Германии. URL: <https://ru.investing.com/rates-bonds>

² Флэт – это временной период, когда цена находится в спокойном состоянии и предвидеть, и особенно проанализировать, динамику невозможно.

евро в доллары, что положительно сказалось на чистых доходах от операций с иностранной валютой.

По результатам проведенного анализа можно сделать вывод о том, что динамика макроэкономических показателей значительно повышает риски от совершения валютных операций, так как данные изменения могут вызвать волатильность и резкие движения на валютном рынке.

Валютные стратегии и инструменты валютной политики

Каждому этапу развития экономики страны должна отвечать конкретная модификация валютного регулирования, т. е. применение наиболее целесообразных в тот или иной период развития инструментов валютной политики.

Центральный банк должен воздействовать на экономическую активность в стране, проводя политику неинфляционного стимулирования внутреннего спроса (Лученок, 2016). При этом необходимо учитывать влияние данной политики на валютный курс и международные потоки капитала.

Поэтому центральный банк должен формировать последовательную долгосрочную стратегию, принимать операционные решения, позволяющие выявлять ему возможности для маневра. Для достижения поставленных целей применяются определенные инструменты. Стандартными инструментами валютной политики являются:

- дисконтная политика (изменяя процентную ставку с целью регулирования курса, центральный банк воздействует на условия и объем внутреннего кредита, миграцию капитала);
- девизная политика (осуществление центральным банком операций по покупке / продаже иностранной валюты (девиз) с целью воздействия на валютный курс);
- девальвация / ревальвация обменного курса (снижение или повышение официального обменного курса национальной валюты к международной);
- валютные ограничения (законодательные или административные меры по ограничению / запрещению текущих операций и операций, связанных с движением капитала);

● диверсификация валютных резервов (операции по регулированию структуры путем включения в их состав разных валют с целью страхования от потерь, связанных с изменениями курсов ключевых валют);

● операции открытого рынка (покупка/продажа центральным банком государственных ценных бумаг с целью воздействия на денежный рынок);

● политика резервных требований (влияет на объем кредита в экономике и валютный курс).

Неотъемлемым от валютной политики является комплекс инструментов денежно-кредитной политики, включающий политику резервных требований, операции открытого рынка, психологическое воздействие на участников рынка.

Стандартные инструменты валютной политики в той или иной мере всегда использовались Национальным банком Республики Беларусь для регулирования ситуации в валютной сфере и достижения целей денежно-кредитной и валютной политики. Особенности и результаты использования данных инструментов были рассмотрены нами ранее³.

Для того чтобы выявить возможности использования неконвенциональных инструментов валютной политики для стимулирования экономики у нас в стране, обратимся к международному опыту.

Особенности валютной политики Китая и ее инструменты

Валютная политика Китая верифицируется через концепцию трилеммы (была разработана учеными-экономистами на основе модели Манделла–Флеминга), обозначающей «ограничители» процесса интеграции в мировое хозяйство в виде выбора конфигурации элементов «невозможной троицы» («impossible trinity») (рис. 2). Согласно трилемме, «страна должна отказаться от одной из трех целей» (Холопов, 2004).

Выбор элементов трилеммы: монетарная независимость, стабильность курса

³ Маркусенко М.В. 2003. Валютная политика как элемент валютной системы *Вестник Ассоциации белорусских банков*. № 24; Маркусенко М.В. 2017. Валютная политика и валютное регулирование: методологические подходы к определению сущности и взаимосвязи. *Научные труды БГЭУ*. Вып. 9. С. 294–301.



Рис. 2. Принципы «трилеммы»

Источник. (Холопов, 2004).

(1949–1977 гг.); стабильность курса, финансовая интеграция (1978 г. – 2-й квартал 2010 г.) финансовая интеграция, монетарная независимость (с 3-го квартала 2010 г.) – в соответствии со сложившимися на каждом этапе макроэкономическими условиями определял использование Китаем различных инструментов валютной политики (табл. 2).

Это касается процентных ставок, валютных интервенций, валютных ограничений, девальвации и ревальвации курса юаня, усиления или ослабления открытости финансовых рынков. Так, в условиях плавающего курса и денежно-кредитной политики при фиксированном курсе, Китай использовал инструменты специальных курсов для внешней торговли (1981–1985 гг., 1987–1993 гг.), а также определял диапазон допустимых ежедневных колебаний валютного курса. Кроме того, использовался так называемый «компенсационный тезис», согласно которому в условиях фиксированного валютного курса необходимо обраще-

ние к таким инструментам, как выпуск облигаций центрального банка, изменение на его балансе объемов депозитов коммерческих банков (Xue, 2004).

На современном этапе (элементы трилеммы – финансовая интеграция, монетарная независимость) особенностями использования центральным банком и правительством КНР инструментов валютной политики стали:

- активное применение форвардных операций с юанем и опционов как средства хеджирования валютных рисков с учетом роста волатильности курса;
- уменьшение применения валютных свопов, эффективных при регулировании валютной позиции денежно-кредитных институтов;
- увеличение объемов стерилизационных операций центрального банка, механизм осуществления которых включает применение операций на открытом рынке и изменение нормы обязательных резервов. В условиях расширения эмиссии стерилизационных облигаций наблюдался рост ставок по ним. Расчет стерилизационных издержек Народного банка Китая (НБК) выявляет отрицательное сальдо по итогам 2013–2015 гг. Данное отрицательное сальдо, схематично рассчитываемое как разность доходов от вложений в государственные облигации США и издержек по процентным выплатам по стерилизационным облигациям и обязательным резервам, яви-

Таблица 2

Трансформация валютной политик и КНР в контексте принципа трилеммы

Монетарная независимость, стабильность валютного курса	Стабильность валютного курса, финансовая интеграция					Финансовая интеграция, монетарная независимость
	1949–1978	1979–1993	1994–2004	2005–2008	2008–2010	
Формы валютной политики	Занизжение процентных ставок, завышение валютного курса, плановое распределение кредитных и валютных средств	Сохранение низких ставок и валютных ограничений, девальвация валюты, двойной валютный рынок, кредитные квоты	Фиксация юаня, валютные ограничения, осторожное открытие финансовых рынков, применение «компенсаци онного тезиса»	Ускоряюща ся эмиссия стерилизаци онных облигаций, введение управляемого плавающего курса, укрепление курса юаня	Приостановка ревальвации юаня, использова ние валютных резервов на увеличение объемов общегосудар ственных расходов	Усиление гибкости валютного курса, ревальвация юаня, развитие оффшорного рынка

Источник. Составлено на основе (Биндер, Кононов, 2014б; Кононов А.Ю. 2017. Эволюция валютной политики КНР: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.14. Владивосток).

лось индикатором необходимости модификации валютной политики на нынешнем этапе. На фоне более активного обращения к процентным ставкам в условиях замедления экономического роста, сопровождающего динамичным использованием юаня как мировой валюты и соответствующим ослаблением валютного контроля, это привело к усилению гибкости валютного курса (в соответствии с принципами трилеммы);

- реализация центральным банком (с 2005 г.) курсового режима управляемого плавания, но с некоторыми особенностями. При установленном курсе центральный банк выполнял обязательства по поддержанию значений курса через валютные интервенции.

Со стабилизацией и оживлением экономики страны вновь был поднят вопрос о ревальвации юаня. В современных условиях курс юаня меняется и в положительную, и в отрицательную сторону. За 2005–2015 гг. nominalный эффективный курс юаня вырос на 48%, реальный – на 57%. Гибкость юаня позволяет НБК путем проведения процентной политики ограничивать приток «горячих денег» в результате разнонаправленных колебаний курса. С 2015 г. в условиях либерализации изменился порядок расчета справочного курса юаня в направлении ориентации на цену закрытия предыдущего дня на межбанковском рынке.

Более гибкое рыночное курсообразование становится приоритетным направлением валютной политики КНР в условиях новой нормы. Проводимая стратегия партии на тринадцатую пятилетку, обозначенная как «новая норма», ориентирована на проведение мер стимулирования экономики как со стороны предложения (снижение избыточного инвестирования и повышение эффективности использования производственных факторов), так и со стороны спроса (стимулирование внутреннего потребления). При этом относительно высокие процентные ставки, сохранение низкого уровня инфляции оказывают определенную поддержку курсу юаню. В таких условиях в валютной сфере обозначилось формирование валютного дуализма – стремления к снижению или укреплению валютного курса в зависимости от выбора между

поддержанием комфортных условий для экспортёров и обеспечением сильных позиций на мировом рынке капитала (Биндер, Кононов, 2013; 2014a; 2014b).

Повышение эффективности процентной политики зависит от системы контроля процентных ставок и от ситуации с реформой банков и предприятий. (Либерализация базовой ставки по депозитам в октябре 2015 г., т. е. снятие ограничений по величине ставки по депозитам, стимулирует побуждение банков за вкладчиками и, в конечном счете, может привести к росту невозвратных долгов по кредитам). В этих условиях для углубления рыночных реформ в процессе формирования процентных ставок в КНР наибольшую значимость имеют:

- развитие рыночной деятельности субъектов. Углубление рыночных реформ позволит сформировать из числа государственных корпораций систему современных предприятий (через реструктуризацию активов и пассивов для функционирования в соответствии с нормами экономических субъектов, обладающих правами собственности и финансовым состоянием); создать полноценные (самофинансируемые и стремящиеся к максимизации прибыли как главной задаче хозяйственной деятельности) коммерческие банки; отладить кредитный механизм между банками и предприятиями на базе равенства прав и взаимной выгоды;

- обеспечение центральным банком порядка на рынках капитала после снятия ограничений на процентные ставки; отход при этом от функционирования на основе административных мер и опора на гибкий и эффективный финансовый надзор (усиление мониторинга, создание стандартизованного учета).

В свою очередь, рыночные процентные ставки являются важным условием для либерализации счета операций с капиталом и финансового счета, так как на фоне возможности диверсифицировать каналы инвестирования значительных внутренних сбережений низкие внутренние ставки могут привести к оттоку средств с фондового рынка.

Для современного этапа характерным остается использование КНР ряда ограничений по счету операций с капиталом и финансовому счету (табл. 3).

Перечень действующих в КНР ограничений по счету операций с капиталом и финансовому счету

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ)	Портфельные инвестиции	Прочие инвестиции
Приток ПИИ требует одобрения министерством торговли, местными отделениями НБК, местными торговыми представительствами	Портфельные инвестиции определяются квотами Приток ведется по каналам квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (QFII – с 2002 г.) с ограничением на 3 месяца операций по выкупу/продаже актива и общим потолком в 81,0 млрд долл. США (на апрель 2016 г.)	На внешние краткосрочные займы (приток валюты) накладывается верхняя граница или требование одобрения Для долгосрочных внешнее заимствование в значительной степени не ограничено
Отток инвестиций со стороны предприятий требует одобрения НБК	Для приобретения резидентами иностранных ценных бумаг введен канал квалифицированных внутренних институциональных инвесторов (QDII – с 2006 г.) с верхним пределом в 90 млрд долл. США (на декабрь 2015 г.) Трансграничное размещение ценных бумаг требует специального одобрения	Открытие счетов в иностранных банках требует одобрения НБК

Источник. (Кононов А.Ю. 2017. Эволюция валютной политики КНР: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.14. Владивосток).

Расширение доступных каналов для иностранных инвестиций призвано способствовать накоплению богатств и увеличению расходов на внутреннее потребление.

Интернационализация юаня проходит путем использования национальной валюты в расчетах по трансграничной торговле и открытия swap-линий. Для расширения использования юаня в международных торговых и финансовых операциях в настоящее время НБК подписал ряд двусторонних соглашений о swapах с центральными банками других стран. Количество заключенных двусторонних соглашений к началу 2016 г. достигало 31, а общая сумма – 3,1 трлн юаней (Prasad, Ye Lei, 2012). Подписание соглашений о swapах способствовало увеличению скорости оборота капитала в юанях; развитию процесса свободной конвертируемости по счету операций с капиталом и финансовому счету; повышению роли КНР в международных инвестиционных и финансовых операциях; открытию новых рынков; формированию финансовых инструментов в юанях.

Опыт КНР подтверждает, что обеспечения полной конвертируемости и достижения свободных котировок к основным мировым валютам можно добиться только путем расширения торгово-экономических связей и повышения спроса на национальную валюту в мире.

В ходе осуществления реформ Китай преследовал в зависимости от ситуации в

экономике следующие цели: повышения конкурентоспособности или поддержания макроэкономической стабильности для достижения сглаживания резких, экономически неоправданных колебаний обменного курса и содействия экономическому росту. При этом в валютной политике менялись валютные стратегии: «реальных целей» или «номинального якоря».

В результате усилилась гибкость валютного курса и он приближается к равновесному значению. Поддержание покупательной способности национальной валюты называется обязательной мерой на пути переориентации экономики на внутренний спрос в соответствии с задачами, обозначенными в рамках китайской стратегии «новой нормы» (Тавровский, 2017). Более гибкий режим валютного курса призван обеспечить колебание юаня вокруг долгосрочного равновесного уровня и снизить объемы валютных интервенций при достижении предельных суточных значений.

Для Китая валютная либерализация – одна из стадий достижения в 2016 г. полной конвертируемости национальной денежной единицы. В условиях либерализации система государственного валютного контроля преобразовывается в рыночно ориентированную систему мониторинга, увеличивается прозрачность регулирования, модернизируется правовое обеспечение в валютной сфере. Ослабление ограничений направлено на поддержание роста эконо-

мики страны за счет финансирования нехватки внутренних ресурсов через привлечение внешних. Вместе с тем в кризисных ситуациях допускается использование административных рычагов на лимитированный промежуток времени.

Показательным является пример Китая относительно ужесточения правила вывоза иностранной валюты физическими лицами за рубеж в условиях общей либерализации отношений в валютной сфере. Такое ограничение, на наш взгляд, вполне можно отнести к неконвенциональным инструментам валютной политики. Так, в 2016 г. из Китая физическими лицами было выведено 762 млрд долл. Иностранная валюта в основном направлялась на зарубежные рынки жилой недвижимости, а также вкладывалась в страховые продукты в Гонконге. Государственное валютное управление Китая изменило с 1 января 2017 г. для граждан Китая правила конвертации юаня в доллар. Была оставлена без изменения квота на конвертацию юаня в иностранную валюту – 50 тыс. долл. на человека в год, но при этом введены новые требования: покупатели иностранной валюты должны подписать обязательство, что валюта не будет использована для покупки зарубежного имущества, ценных бумаг, страхования жизни или инвестиций под видом страхования. Покупатели валюты должны дать подробное изложение планируемого использования средств (например, на деловые поездки, зарубежные исследования, посещение родственников, лечение, торговлю товарами, покупку страховых полисов и пр.), указав точные сроки по годам и месяцам. Физические лица должны подтвердить, что они не одолживают другим лицам и не берут взаймы у других лиц валюту, купленную по годовым квотам. Покупатели валюты должны подтвердить, что они не занимаются отмыванием денег, не уклоняются от уплаты налогов и не совершают подпольных банковских сделок. Нарушители валютных правил будут добавлены в «черный» список НБК и лишены годовой квоты на покупку иностранной валюты в течение трех лет. Кроме того, они будут проверены в рамках расследований по борьбе с отмыванием денег. По мнению

экспертов, такие радикальные меры будут сдерживать отток капитала из Китая⁴.

Проводимая валютная политика положительно повлияла на экономическое развитие страны. Доля Китая в мировом экспорте в 2005 г. составляла 10,5%, в 2015 г. – 11,4%. Активное сальдо счета текущих операций в объеме 330,6 млрд долл. США в 2015 г. стало крупнейшим в мире. Активное сальдо торгового баланса достигло 567 млрд долл. США. Китай добился увеличения объема выпуска трудоемкой продукции с низкой добавленной стоимостью, что отвечало относительным преимуществам страны.

Таким образом, неконвенциональность в использовании инструментов валютной политики Китаем состоит в том, что центральный банк:

- разрабатывает и реализовывает долгосрочную стратегию валютной политики;
- изменяет формы валютной политики и ее инструменты в контексте принятой трилеммы, основываясь на положении о том, что невозможно достижение одновременно всех трех целей (финансовая интеграция, монетарная независимость, стабильность валютного курса);
- ориентирует оперативно изменяемые меры валютной политики на стимулирование экономики, создавая соответствующие макроэкономические условия.

Оптимизация в КНР экономической и валютной политики привела к тому, что отмечаемое формирование новых точек роста, включающих также наукоемкие и высокотехнологичные производства, интернет-торговлю, частные инвестиции, в значительной мере отразилось на курсе юаня.

С интеграцией КНР в мировую экономику правительство переходит от системы валютного контроля к рыночно ориентированной системе мониторинга, увеличивая прозрачность регулирования. Ослабление ограничений направлено на обеспечение и поддержание роста экономики страны за счет финансирования нехватки внутренних ресурсов через привлечение внешних.

Опыт Китая может оказаться полезным для Республики Беларусь в вопросах фор-

⁴ URL: <https://immigrant.today/article/11662-kitaj-uzhestochil-pravila-vyvoza-inostrannoj-valjuty-za-rubezh.htm>

мирования стратегии валютной политики, поддержания стабильности национальной валюты, использования национальной валюты в расчетах по операциям по счету текущих операций, счету операций с капиталом и финансовому счету, совершенствования системы валютного контроля и др.

Опыт Норвегии в регулировании валютной сферы

Процессы либерализации финансовой системы резко увеличили открытость каждой страны внешним экономическим потрясениям, причем для одних такие шоки оказались положительными, для других – отрицательными. Для Норвегии характерна высокая зависимость экономики от сырьевого сектора, что выступает как потенциальный источник неопределенности. Как следствие, повышается возможность рисков нестабильности в валютной сфере в случае резкого изменения цен на энергоносители. В подобных условиях у государства возникает дилемма: контролировать номинальный валютный курс посредством интервенций или не допускать его укрепления с помощью финансового резерва (с 2006 г. получил название Государственный пенсионный фонд Норвегии).

Норвежская система управления финансовыми ресурсами используется для обеспечения стабильности в валютной сфере и проведения эффективной валютной политики. Государственный пенсионный фонд является главной гарантией устойчивости реального валютного курса норвежской кроны. Фонд выполняет роль финансового буфера, обеспечивающего свободу маневра при проведении экономической политики в случаях падения мировых цен на нефть, обоснованного увеличения государственных расходов и др.

Средства Пенсионного фонда образуются за счет отчисления в него части средств, которые получает норвежское государство вследствие применения им инструментов участия в доходах нефте- и газодобывающей промышленности и превышения реальных цен над прогнозируемыми. Фонд служит также финансовым буфером на случаи падения цен на топливо или снижения экономической активности на материковой части Норвегии, его

средства также могут быть использованы для решения экономических проблем, возникновение которых возможно из-за старения населения (Кондратов, 2012).

Примечательно, что Норвегия вкладывает часть средств Пенсионного фонда в развитие национального производства, поэтому он поделен на: Пенсионный фонд – глобальный (инвестирует свои средства за рубежом) и Пенсионный фонд – Норвегия (инвестирует средства внутри страны). В 2010 г. доход по внутренним инвестициям Пенсионного фонда составил 9% (вдвое выше дохода фонда от вложений в иностранные ценные бумаги).

Изучение норвежского опыта политики по регулированию денежно-кредитной и валютной сферы имеет практическое значение для Республики Беларусь. В Беларуси, в отличие от Норвегии, несмотря на определенные положительные результаты политики Национального банка в валютной сфере, все еще сохраняются относительно высокие темпы роста цен, которые препятствуют инвестиционной и производственной активности в стране, формируют определенную нестабильность на валютном рынке.

В 2014–2015 гг. наблюдалась тенденция к снижению среднего официального курса белорусского рубля по отношению к иностранным валютам. На рис. 3 представлена динамика изменения средневзвешенного курса белорусского рубля к доллару США по месяцам в указанном периоде. Средневзвешенный курс белорусского руб-

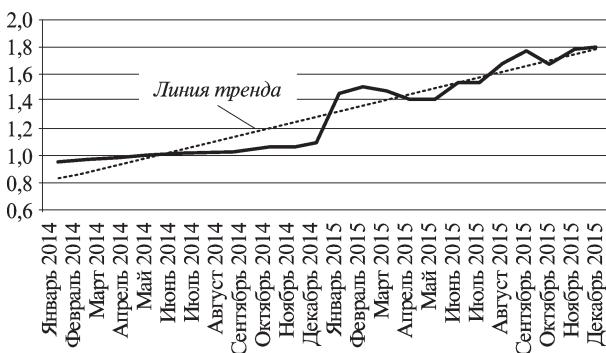


Рис. 3. Динамика средневзвешенного официального курса белорусского рубля к доллару США в 2014–2015 гг., руб. за 1 долл. США

Источник. Авторская разработка на основе данных URL: <http://nbrb.by>

ля к доллару США за анализируемый период обесценился на 87,8%. Такая ситуация вызывала возникновение серьезных валютных рисков у субъектов хозяйствования, к которым относятся и коммерческие банки, а также у населения.

В 2016 г. ситуация изменилась коренным образом и впервые за много лет наблюдалась динамика укрепления курса белорусского рубля к доллару США, что наглядно отражено на рис. 4.

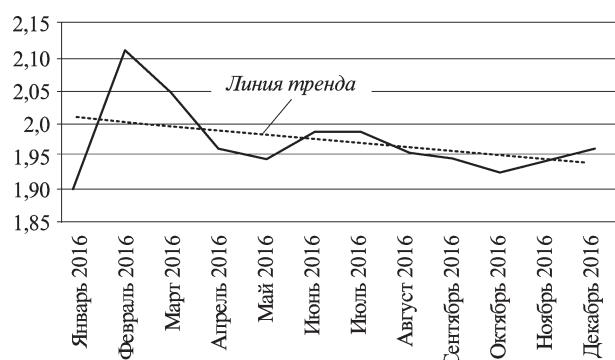


Рис. 4. Динамика средневзвешенного официального курса белорусского рубля к доллару США в 2016 г., руб. за 1 долл. США

Источник. Авторская разработка на основе данных URL: <http://nbrb.by>

Официальный курс белорусского рубля к доллару США по состоянию на конец 2016 г. снизился на 5,5% (к 31.12.2015 г.), а на конец 2017 г. – на 0,7%.

Формирование Стабилизационного фонда как неконвенционального инструмента поддержания валютной стабильности

Неконвенциональным инструментом поддержания стабильности в валютной сфере у нас в стране мог бы стать Белорусский стабилизационный фонд, формируемый за счет разницы между прогнозируемыми и фактическими ценами мирового рынка на добываемые в Республике Беларусь сырье и полезные ископаемые, которые реализуются за пределами страны, а также экспортную продукцию обрабатывающей промышленности, которая изготавливается из местного сырья, – калийные, азотные удобрения и др. (рис. 5).

В 2017 г. цена на калийные удобрения составляла 220 долл. США за тонну (рис. 6),

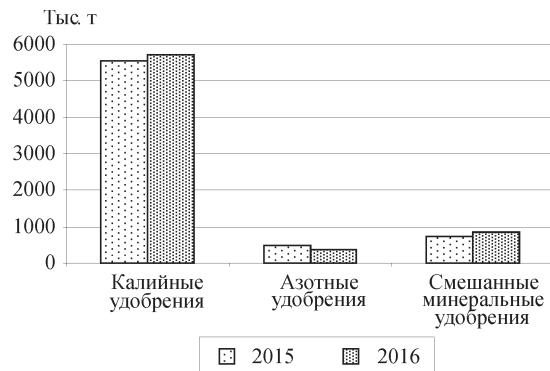


Рис. 5. Изменение объемов экспорта удобрений в Беларуси в 2015–2016 гг., тыс. т

Источник. URL: <http://www.belstat.gov.by>

а к 2031 г., по прогнозам независимого международного ценового агентства Argus⁵, ожидается на уровне 500 долл.⁶.

В условиях роста фактических цен на минеральные продукты и удобрения более высокими темпами, чем по прогнозу, у Беларуси появится дополнительная валютная выручка, которая может направляться производителями в Белорусский стабилизационный фонд. Средства Фонда могут частично (50%) расходоваться на пополнение международных резервных активов страны. В условиях отмены в перспективе обязательной продажи валютной выручки субъектами хозяйствования государству средства Фонда могут оказаться существенным источником пополнения международных резервных активов страны.

Другая часть средств Фонда должна вкладываться в высоколиквидные ценные бумаги с целью формирования резерва для оказания поддержки экспортёрам химических удобрений, минерального сырья и др. в те периоды, когда фактические цены окажутся ниже прогнозных.

Тогда расчетная величина пополнения международных резервных активов может определяться по формуле:

$$\sum_{i=1}^n \frac{(\Pi_{ii} - \Pi_{i2}) \mathcal{E}_i}{2},$$

где Π_{ii} – прогнозная цена мирового рынка на i -ю продукцию, долл. США/т;

Π_{i2} – фактическая цена мирового рынка на i -ю продукцию, долл. США/т;

⁵ URL: <http://www.argus.ru/>

⁶ Маненок Т. 2017. Подстегнет ли конкуренция создание новых альянсов на калийном рынке? *Белрынок*. 17 сент.

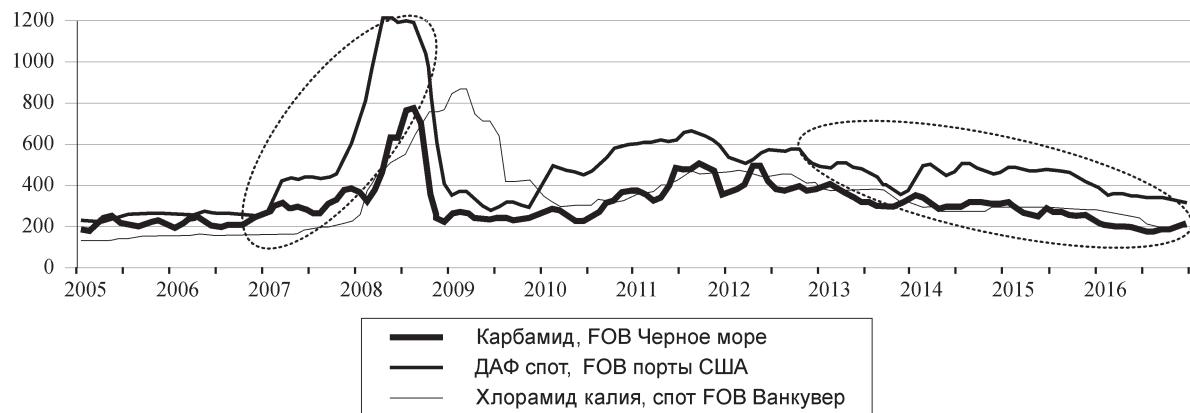


Рис. 6 Динамика цен на основные виды удобрений на мировом рынке, долл. США/т

Источник. URL: <https://dcenter.hse.ru/data/2017/07/26/1173626734>

\mathcal{E}_i – объем экспорта i -й продукции, тыс. т;
 n – число видов экспортруемой продукции.

Рассмотренный опыт ряда стран показал, что не существует универсальных методов валютного регулирования, которые могут применяться к любой стране. Это обуславливает необходимость анализа каждой отдельной ситуации, учета всех возможных факторов, согласования различных целей и интересов, просчета возможных негативных последствий.

В современной открытой экономике с развитием рыночных отношений, повышением уровня монетизации экономики, формированием развитой институциональной и информационной структур, углублением ликвидности валютного рынка усиливается необходимость в более широком использовании возможностей валютной политики для реализации конкретных преимуществ страны, стимулирования позитивных структурных сдвигов. В связи с этим механизм реализации такой политики постепенно модифицируется за счет усиления гибкости обменного курса, либерализации системы валютного регулирования и норм функционирования валютного рынка, активного развития срочного валютного рынка. Довольно часто этот процесс происходит в рамках перехода от монетарного режима таргетирования обменного курса к инфляционному таргетированию, когда валютный курс превращается из цели монетарной политики в ее инструмент. Следовательно, изменение акцентов в системе целей и задач валютной политики предоп-

ределяет соответствующие изменения механизма ее реализации.

Все используемые государством инструменты валютной политики призваны быть элементами комплексного регулирования, стимулировать развитие экономики.

* * *

В условиях влияния валютной политики на экономику Национальному банку Республики Беларусь целесообразно формировать долгосрочную стратегию валютной политики, что является необходимым условием эффективной реализации регулятивных функций государства в валютной сфере. Необходимо в зависимости от изменения макроэкономических условий оперативно корректировать меры валютной политики и ориентировать их на стимулирование экономики.

В связи с наличием специального инструментария регулирования валютных отношений центральный банк способен сформировать эффективную систему валютного регулирования и обеспечить достижение конечных целей экономической политики. Национальный банк Республики Беларусь обладает рычагами не только прямого, но и косвенного влияния на валютную сферу в стране, среди которых такие стандартные инструменты, как: учетная политика, политика обязательного резервирования и другие, с помощью которых возможно комплексно и системно влиять на валютные отношения в соответствии с конъюнктурой валютного рынка.

В условиях переходной экономики, для которой характерны краткосрочные колебания валютного курса, ключевая роль центрального банка состоит в сохранении возможности применения административных рычагов регулирования отношений в валютной сфере, особенно во время кризисных явлений. Вместе с тем либерализация валютных отношений, которая становится возможной при стабилизации в валютной сфере, стимулирует сужение административного регулирования валютной сферы, разработку и совершенствование рыночных инструментов, применение в том числе неконвенциональных инструментов валютной политики, направленных на поддержание покупательной способности национальной валюты как обязательной меры развития экономики.

Свободное движение капитала способствует более эффективному распределению финансовых ресурсов и ускорению темпов экономического развития за счет привлечения иностранного капитала в период интенсивного роста, увеличению расходов на внутреннее потребление. Однако в условиях недостаточного совершенства рыночных механизмов растущая мобильность капитала может усиливать существующие в национальной экономике диспропорции. Поэтому эффективный контроль за движением капитала в Республике Беларусь полностью отменять нецелесообразно, он будет препятствовать проникновению спекулятивного иностранного капитала на внутренний рынок, позволит изменить структуру данного рынка в пользу долгосрочных инвестиций и снизит объемы оттока национального капитала из страны.

Важным шагом на пути либерализации валютного регулирования является повышение гибкости обменного курса, чему будет способствовать внедрение в перспективе monetарного режима таргетирования инфляции, в рамках которого валютный курс превращается в инструмент денежно-кредитной политики. Возможно с целью увеличения гибкости изменить порядок расчета официального курса белорусского рубля в направлении ориентации на цену закрытия предыдущего дня на межбанковском рынке.

С учетом роста волатильности курса следует расширять использование форвард-

ных операций и опционов как средства хеджирования валютных рисков субъектов экономики.

Неконвенциональным инструментом поддержания стабильности в валютной сфере может стать Белорусский стабилизационный фонд, формируемый за счет разницы между прогнозируемыми и фактическими ценами мирового рынка на добываемые в Республике Беларусь полезные ископаемые, которые реализуются за пределами страны, а также на экспортную продукцию обрабатывающей промышленности, которая изготавливается из местного сырья – калийные, азотные удобрения и др.

В условиях роста фактических цен на минеральные продукты и удобрения более высокими темпами, чем по прогнозу, у Беларуси появится дополнительная валютная выручка, которая может направляться производителями в Белорусский стабилизационный фонд. Средства Фонда могут частично (50%) расходоваться на пополнение международных резервных активов страны. Другая часть должна вкладываться в высоколиквидные ценные бумаги с целью формирования резерва для оказания поддержки экспортерам химических удобрений и минерального сырья в те периоды, когда фактические цены окажутся ниже прогнозных.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

Биндер А., Кононов А. 2014а. Валютная политика КНР: исторический аспект. *Мировая экономика и международные отношения*. № 2. С. 24–31. [Binder A., Kononov A. 2014a. Currency policy of the PRC: historical aspect. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*. No 2. PP. 24–31. (In Russ.)]

Биндер А.И., Кононов А.Ю. 2014б. Новые явления валютной политики Китая в XXI в. В кн.: *Мировая экономическая система. Особенности третьего тысячелетия*. Владивосток: Дальневосточный федеральный университет. С. 88–100. [Binder A.I., Kononov A.Yu. 2014b. New phenomena of China's monetary policy in the 21st century. In *Mirovaya ekonomicheskaya sistema. Osobennosti tret'ego tysyacheletiya*. Vladivostok: Dal'nevostochnyy federal'nyy universitet. PP. 88–100. (In Russ.)]

Биндер А., Кононов А. 2013. Укрепление позиций национальной валюты на глобальных рынках: опыт Китая. *Проблемы Дальнего Восто-*

- ка. № 5. С. 65–78. [Binder A., Kononov A. 2013. Strengthening the position of the national currency in global markets: the experience of China. *Problemy Dal'nego Vostoka*. No 5. PP. 65–78. (In Russ.)]
- Кондратов Д.И.** 2012. Актуальные особенности денежно-кредитной политики в Норвегии. *Проблемы прогнозирования*. № 1. С. 129–151. [Kondratov D.I. 2012. Actual features of monetary policy in Norway. *Problemy prognozirovaniya*. No 1. PP. 129–151. (In Russ.)]
- Лученок А.И.** 2016. Совершенствование институциональной матрицы белорусской экономической модели. В кн.: *Экономическая наука сегодня: сборник научных статей*. Минск: Белорусский национальный технический университет. Вып. 4. С. 102–112. [Luchenok A.I. 2016. Improvement of the institutional matrix of the Belarusian economic model. In *Ekonomiceskaya nauka segodnya*. Iss. 4. PP. 102–112. (In Russ.)]
- Маркусенко М.В.** 2014. Влияние валютной политики на сбалансированное экономическое развитие: проблемы и их решение в Республике Беларусь. *Белорусский экономический журнал*. № 3. [Markusenko M.V. 2014. Influence of monetary policy on balanced economic development: problems and their solution in the Republic of Belarus. *Belorusskiy ekonomicheskiy zhurnal*. No 3. (In Russ.)]
- Тавровский Ю.В.** 2017. Концепция «китайской мечты» как долгосрочная стратегия развития КНР. URL: <http://grazit.ru/koncepciya-kitajskoj-mechti-kak-dolgosrochnaya-strategiya-razv.html#> [Tavrovskiy Yu.V. 2017. *The concept of the «Chinese dream» as a long-term development strategy of the PRC*. URL: <http://grazit.ru/koncepciya-kitajskoj-mechti-kak-dolgosrochnaya-strategiya-razv.html#> (In Russ.)]
- Усокин В.М.** 2016. «Нестандартная» монетарная политика: методы и результаты. *Деньги и кредит*. № 7. С. 12–18. [Usoskin V.M. 2016. «Non-standard» monetary policy: methods and results. *Den'gi i kredit*. No 7. PP. 12–18. (In Russ.)]
- Холопов А.В.** 2004. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*. № 12. С. 25–33. URL: http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf [Khlopov A.V. 2004. Exchange rate as an instrument of macroeconomic regulation. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*. No 12. PP. 25–33. URL: http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf (In Russ.)]
- Borio C., Disyatat P.** 2009. Unconventional monetary policies: an appraisal. *BIS Working Papers*. No 292.
- Prasad E., Ye Lei.** 2012. The Renminbi's role in the global monetary system. Washington, DC: Brookings Institution. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/02_renminbi-monetary_system_prasad.pdf
- Xue Yan.** 2004. *The Compensation Thesis vs the Mundell-Fleming Model in a fixed Exchange Rate Regime*. Ottawa: Department of Economics of the University of Ottawa. URL: https://www.ruor.uottawa.ca/bitstream/10393/25224/1/2004_yan_xue.pdf

In citation: *Belorusskiy Ekonomicheskiy zhurnal*. 2018. No 1. PP. 62–74.

Belarusian Economic Journal. 2018. No 1. PP. 62–74.

NON-CONVENTIONAL INSTRUMENTS OF FOREIGN EXCHANGE POLICY AND THEIR ROLE IN STIMULATING ECONOMY

Maryna Markusenka¹

Author affiliation: ¹ Belarus State Economic University (Minsk, Belarus).

Corresponding author: Maryna Markusenka (markusenko@mail.ru).

ABSTRACT. Considered are non-conventional monetary methods used by the leading countries' central banks in the context of the world financial crisis. Confirmed is the conclusion about their insignificant impact on the economic growth. Applied is an approach oriented at foreign exchange policy instruments division into standard and non-standard ones. Based on the study of China's and Norway's foreign experiences suggested are non-conventional instruments of foreign exchange policy whose application in the Republic of Belarus will enable to implement the country's specific advantages and stimulate the economy's development.

KEYWORDS: foreign exchange policy, exchange rate, foreign exchange, instruments, liberalization.

JEL-code: E31, E32, E44, E52, E58.

Received 9.01.2018

