

А. Киюцевская

Плавающий курс российского рубля: миф или реальность?

Под влиянием усиливающейся глобализации потребовалось повысить гибкость проводимой в России курсовой политики. К 2015 г. Банк России планирует завершить переход к плавающему валютному курсу. Хотя к поставленной цели регулятор стремится с 2007 г., кардинальные изменения механизма курсообразования последовали только после резкого ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры в 2008–2009 гг. Расширяя границы валютного коридора и снижая объемы осуществляемых интервенций, Банк России продолжает ослаблять свое воздействие на внутренний валютный рынок, ограничиваясь нивелированием спекулятивных ожиданий экономических агентов. В статье исследуются этапы и достигнутые результаты масштабной трансформации курсовой политики Банка России.

Ключевые слова: курсовая политика, режим валютного курса, валютные интервенции, Банк России, денежное предложение, платежный баланс.

JEL: F31, E44, E52, E58.

Кардинальная трансформация курсовой политики после кризиса 1998 г. осуществлена с целью повышения гибкости валютного курса российского рубля. Отказавшись от установления количественных ориентиров курсовой политики, Банк России продолжил активно участвовать в процессе курсообразования, что объяснялось необходимостью не только сглаживать резкие колебания обменного курса национальной валюты, но и пополнять золотовалютные резервы. В конце 1990-х годов их величина была настолько мала, что не отвечала общепринятым критериям достаточности. В соответствии с мировой практикой минимально достаточной считается величина международных резервов, покрывающая трехмесячный объем импорта товаров и услуг, а в России к концу 1998 г. международные резервы составляли только 12,2 млрд долл., что покрывало лишь два месяца импорта (в среднем 6,2 млрд долл. в месяц).

Дальнейшая интенсификация внешнеторговой деятельности и либерализация капитальных операций определили объективную потребность в повышении гибкости курсообразования. Уже в 2005 г. перспективной задачей деятельности монетарных властей стало создание условий для перехода к более гибкому механизму образования курса российского рубля при сокращении непосредственного участия Банка России в формировании спроса и предложения на внутреннем валютном рынке (Банк России, 2004). Вместе с тем на фоне растущего притока иностранной валюты Банк России сохранил свои позиции на внутреннем валютном рынке при необходимости сдерживать чрезмер-

Киюцевская Анна Мироновна (kiu2003@mail.ru), к. э. н., старший научный сотрудник Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва).

но быстрое укрепление российского рубля. Но именно в 2005 г. были заложены фундаментальные основы механизма курсообразования, применяемого по настоящее время.

Во-первых, речь идет об установлении в качестве операционного ориентира курсовой политики рублевой стоимости бивалютной корзины, состоящей из доллара США и евро. Изначально в ее структуре на долю евро приходилось 10%, доллара — 90%. К концу 2005 г. доля евро была увеличена до 40%, а доллара — соответственно снижена до 60%. Такая структура бивалютной корзины сохранялась до февраля 2007 г., когда была сформирована действующая в настоящее время корзина валют, состоящая на 45% из евро и на 55% — из доллара. Во-вторых, в августе 2005 г. Банк России приступил к осуществлению конверсионных операций «рубли/евро», хотя ранее интервенции регулятора ограничивались только покупкой/продажей американской валюты (Банк России, 2005).

Очередным шагом на пути постепенного повышения гибкости курсообразования в России стало введение с 1 июля 2006 г. полной конвертируемости рубля не только по текущим, но и по капитальным операциям (Улюкаев, 2006). Вследствие полной либерализации финансового счета стремительно увеличился объем не только внешних обязательств (лишь за 2007 г. он возрос более чем в 2,7 раза), но и иностранных активов (прирост более чем в 1,5 раза). В результате в предкризисном 2007 г. чистые поступления по финансовому счету (без учета резервных активов) увеличились за год в 27 раз и превысили 97 млрд долл. (7,5% ВВП) по сравнению с 3,6 млрд долл. (0,4% ВВП) в 2006 г. Помимо этого, масштабный приток иностранной валюты в российскую экономику наблюдался и по текущему счету, положительная величина которого в 2007 г. составила 72,2 млрд долл. (5,6% ВВП). Для сравнения: в 2000 г. сальдо счета текущих операций оценивалось на уровне 46,8 млрд долл. (18% ВВП), а чистый вывоз финансовых ресурсов секторами внутренней экономики (без учета операций Банка России) превышал 32 млрд долл. (12,5% ВВП).

Интенсификация финансовых потоков между секторами внутренней экономики и остальным миром существенно ограничивала возможности Банка России поддерживать стабильный курс российского рубля, создав объективные предпосылки для повышения гибкости курсовой политики. В результате уже в 2007 г. одной из ключевых задач Банка России стала минимизация его непосредственного участия в процессе курсообразования (Банк России, 2006). (Таким образом, к повышению гибкости курсовой политики регулятор стремится на протяжении уже семи лет.) Однако именно в 2007 г. резервные активы достигли максимальной отметки 148,9 млрд долл. (11,5% ВВП), что отражает возросшую роль монетарных властей в формировании спроса на иностранную валюту. Для сравнения: в 2006 г. их величина оценивалась на уровне 107,5 млрд долл. (10,9% ВВП), а в 2000 г. — лишь 16 млрд долл. (6,2% ВВП) (табл. 1).

Механизм курсообразования, сложившийся в предкризисные годы и предполагавший активное участие монетарных властей, предопределил особенности монетарного финансирования российской экономики. На фоне масштабного притока иностранной валюты основным источником

Т а б л и ц а 1

**Отдельные показатели платежного баланса
Российской Федерации в 2000—2007 гг.**

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Млрд долл.</i>								
Счет текущих операций	46,8	33,9	29,1	35,4	59,5	84,4	92,3	72,2
Счет операций с капиталом	11,0	-9,4	-12,4	-1,0	-1,6	-12,4	0,3	-10,6
Финансовый счет*	-48,5	-15,0	-10,7	-25,2	-52,0	-67,0	-103,9	-51,8
кроме резервных активов	-32,5	-6,8	5,4	1,1	-6,8	-5,5	3,6	97,1
резервные активы	-16,0	-8,2	-16,0	-26,4	-45,2	-61,5	-107,5	-148,9
Чистые ошибки и пропуски	-9,3	-9,6	-6,1	-9,2	-5,9	-5,0	11,2	-9,7
<i>% ВВП</i>								
Счет текущих операций	18,0	11,1	8,4	8,2	10,1	11,0	9,3	5,6
Счет операций с капиталом	4,2	-3,1	-3,6	-0,2	-0,3	-1,6	0,0	-0,8
Финансовый счет*	-18,7	-4,9	-3,0	-5,8	-8,8	-8,7	-10,5	-4,0
кроме резервных активов	-12,5	-2,2	1,6	0,3	-1,1	-0,7	0,4	7,5
резервные активы	-6,2	-2,7	-4,6	-6,1	-7,7	-8,0	-10,9	-11,5
Чистые ошибки и пропуски	-3,5	-3,1	-1,8	-2,2	-1,0	-0,7	1,2	-0,8

Примечание. * «+» означает рост обязательств и снижение активов; «-» — рост активов и снижение обязательств.

Источники: Банк России; расчеты автора.

денежного предложения выступал прирост чистых иностранных активов Банка России. В то же время объем рефинансирования регулятором кредитных организаций был незначительным и не оказывал существенного воздействия на параметры денежного предложения. При среднегодовом приросте чистых иностранных активов Банка России в 2006—2007 гг. более чем на 3,2 трлн руб. его требования к кредитным организациям прирастали лишь на 51 млрд руб. в среднем за год (табл. 2).

В таких условиях не играли значимой роли и процентные механизмы монетарной политики. Потребность кредитных организаций в привлечении дополнительных финансовых ресурсов покрывалась за счет внешних источников, а средства Банка России оставались не востребованными. В то же время единственным действенным механиз-

Т а б л и ц а 2

Источники денежного предложения (млрд руб.)

Показатель	2006— 2007*	2008	2009— 2010*	2011	2012	2013**
Прирост денежной базы в широком определении,	1299,5	65,4	1305,8	453,8	1208,7	-715,2
в том числе за счет:						
чистых иностранных активов	3248,7	774,5	909,6	1456,3	292,9	716,5
чистых требований к органам государственного управления	-1908,4	-2097,8	1856,1	-1333,7	-1093,4	-1955,3
требований к кредитным организациям	51,0	3817,5	-1642,5	894,8	1506,1	1111,8
прочих	-91,7	-2428,8	182,7	-563,6	503,1	-588,2

Примечания. * В среднем за год; ** январь—ноябрь.

Источники: Банк России; расчеты автора.

мом стерилизации чрезмерной эмиссии выступал Стабилизационный фонд, аккумулировавший часть нефтяных доходов бюджета. Таким образом, при масштабном притоке экспортной выручки и внешних заимствований роль Банка России в реализации не только курсовой, но и монетарной политики в целом была пассивной.

Кризисная трансформация механизмов курсообразования

Деятельность Банка России по повышению гибкости курсовой политики активизировалась лишь в середине 2008 г., когда и в мировой, и в российской экономике уже стали заметны признаки финансово-экономического кризиса. В мае 2008 г. Банк России приступил к осуществлению плановых (целевых) операций по покупке иностранной валюты, объем которых определялся на основе оценки фундаментальных факторов (Банк России, 2008). В их числе Банк России рассматривал параметры внешнеторгового баланса и динамику мировых цен на энергоносители. Валютные интервенции, совершаемые монетарным регулятором сверх планового объема, призваны нейтрализовать спекулятивные ожидания экономических агентов, которые провоцируют резкие колебания обменного курса рубля, не связанные с действием фундаментальных факторов. Таким образом, наращивание сверхплановых интервенций Банка России было обусловлено ростом напряженности на мировом финансовом рынке.

Абсолютного максимума величина сверхплановых интервенций Банка России достигла в августе 2008 — январе 2009 г., когда чистые продажи американской валюты регулятором превысили 177 млрд долл., при этом в рамках целевых операций он приобрел 10,7 млрд долл. Таким образом, чистые сверхплановые продажи доллара США, осуществленные на рубеже 2008—2009 гг., превысили 188 млрд долл., что отражает не только степень вовлеченности регулятора в деятельность внутреннего валютного рынка, но и уровень валютных рисков, порожденных девальвационными ожиданиями экономических агентов. Но, несмотря на активные действия Банка России, номинальный курс российского рубля к доллару за пять месяцев, с сентября 2008 по январь 2009 г., снизился более чем на 23%.

В мировой практике именно на рубеже 2008—2009 гг., то есть в период наиболее острой фазы кризиса, при резком падении темпов роста мировой экономики и развороте финансовых потоков между развивающимися и развитыми странами, возросла востребованность более гибких режимов курсообразования. Из числа стран, входящих в МВФ, доля придерживающихся режима фиксированного валютного курса к апрелю 2009 г. сократилась до 58%. Это означало перелом устойчивого тренда, сформировавшегося в предкризисные годы: к 2008 г. доля стран, так или иначе фиксирующих обменные курсы национальной валюты, возросла до 60% по сравнению с 50% в 2001 г. (табл. 3).

Максимальный объем чистых продаж американской валюты со стороны Банка России зафиксирован в декабре 2008 г., когда в ходе сверхплановых интервенций было реализовано более 57,4 млрд долл. (рис. 1).

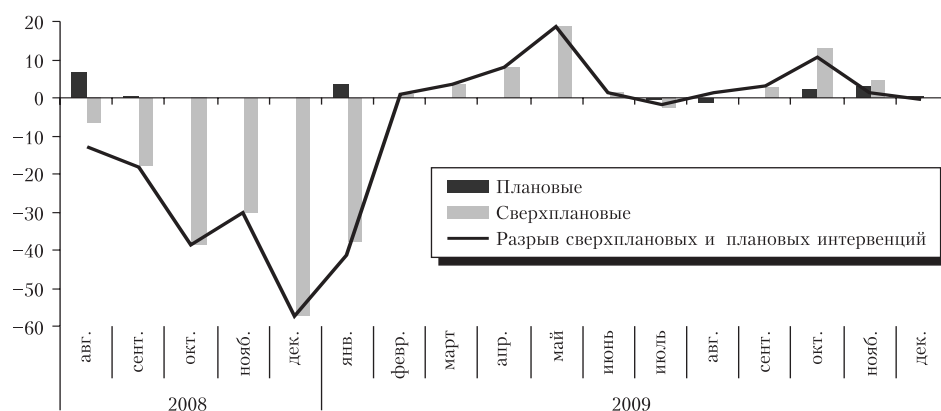
Соотношение стран, придерживающихся различных режимов валютных курсов (в % от общего числа стран, входящих в МВФ)

Режим	1996	2001	2007*	2008*	2009*	2012*
Фиксированный курс	67	50	56	60	58	65
в том числе жестко фиксированный	9	11	12	12	12	13
Плавающий курс	33	50	44	40	42	35
в том числе свободно плавающий	23	50	35	37	33	30

Примечание. * По состоянию на 30 апреля.

Источники: IMF, 2007; 2012; расчеты автора.

Структура интервенций Банка России в наиболее острой фазе кризиса (млрд долл.)



Примечание. «+» означает нетто-покупка; «-» — нетто-продажа долларов Банком России.

Источники: Банк России; расчеты автора.

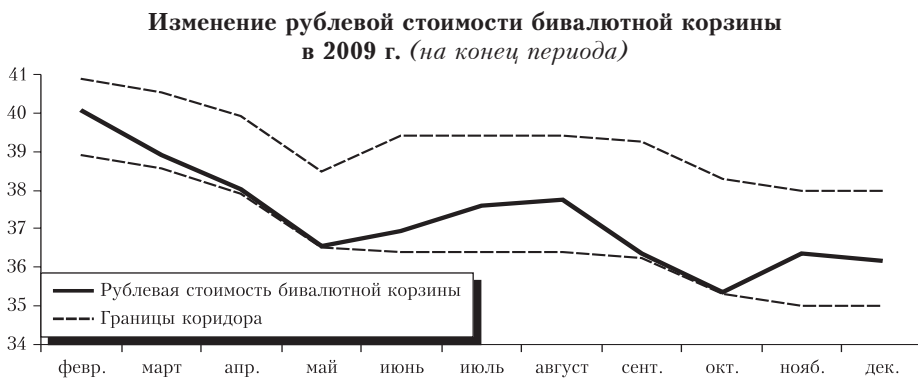
Рис. 1

Показательно, что в ноябре—декабре 2008 г. Банк России не осуществлял целевых интервенций, то есть стремительное обесценение российского рубля в этот период стало следствием не столько фундаментальных факторов, сколько панических настроений инвесторов, переводивших финансовые средства в наиболее надежные иностранные активы. Чистый вывоз капитала частным сектором в IV квартале 2008 г. превысил 132 млрд долл. — максимальное значение за всю историю наблюдений с 1994 г.

Завершив в конце января 2009 г. масштабную поддержку российского рубля, Банк России существенно трансформировал механизм курсообразования. С февраля 2009 г. обменный курс российского рубля формируется в рамках плавающего операционного внутрисуточного коридора допустимых значений стоимости бивалютной корзины, границы которого автоматически корректируются в зависимости от объема совершенных регулятором валютных интервенций. Первоначально операционный интервал составлял 2 руб., а накопленная величина интервенций, приводящая к автоматическому сдвигу границ коридора, — 500 млн долл. (Банк России, 2009).

Де-факто ослаблять регулирующее воздействие Банк России начал только во второй половине 2009 г. при ослаблении девальвационных ожиданий экономических агентов. Вместе с тем даже в период коррекции валютного курса, последовавшей после панического обесценения российского рубля в августе 2008 — январе 2009 г., основным механизмом поддержания курсовой стабильности оставались сверхплановые валютные интервенции, хотя их объем устойчиво сокращался.

Постепенное уменьшение напряженности на внутреннем валютном рынке позволило Банку России в июле 2009 г. расширить границы операционного интервала до 3 руб. (рис. 2). Одновременно до 700 млн долл. был увеличен объем накопленных интервенций, приводящий к сдвигу этих границ, что сдерживало чрезмерную волатильность обменного курса рубля, обеспечивая его устойчивость (Банк России, 2009). Тем не менее, если в начале 2009 г. границы операционного интервала были установлены на уровне 38,90 и 40,90 руб., то к концу года — уже на уровне 35 и 38 руб. соответственно.



Источники: Банк России; расчеты автора.

Рис. 2

Помимо этого, к концу 2009 г. Банк России сократил чистый объем целевых операций на валютном рынке до минимального значения 0,6 млрд долл., не прибегая при этом к использованию сверхплановых интервенций. Таким образом, когда спекулятивные тенденции на валютном рынке удалось купировать, Банк России приступил к поэтапному изменению курсовой политики. Как следствие, средняя внутримесячная волатильность рублевой стоимости бивалютной корзины в феврале—декабре 2009 г. возросла до 1,6%, хотя в январе—июле 2008 г., то есть в предкризисный период, она не достигала 0,3%. Более того, в относительно благополучном 2007 г. этот показатель лишь незначительно превышал 0,1%. Фактически вплоть до июля 2008 г. среднемесячная рублевая стоимость бивалютной корзины была фиксированной, более полутора лет находясь в диапазоне 29,42—30,07 руб. (рис. 3).

В этих условиях, несмотря на рост внешних заимствований, уровень валютного риска оставался стабильно низким. Так, в банках чистые внешние заимствования только за 2007 г. возросли в 1,7 раза — до 45,8 млрд долл. по сравнению с 27,5 млрд долл. в 2006 г., а уровень

Внутримесячная волатильность рублевой стоимости бивалютной корзины



Источники: Банк России; расчеты автора.

Рис. 3

их валютного риска¹ к концу 2007 г. снизился до 3,6% по сравнению с 5,6% совокупного капитала на начало года.

В пик кризиса, несмотря на стремительное обесценение российского рубля и рост его волатильности, удалось избежать резкого увеличения валютных рисков во многом благодаря наращиванию капитала кредитных организаций, величина которого за счет реализованных антикризисных мер в 2009 г. возросла на 26,6%. Как следствие, относительная величина валютного риска в кредитных организациях к концу 2009 г. стабилизировалась на отметке 3,5% совокупного капитала, а уровень их капитализации достиг 20,9% по сравнению с 16,8% на начало 2009 г.

Посткризисные курсовые тенденции 2010—2013 гг.

В рамках заявленного перехода к свободно плавающему валютному курсу Банк России продолжал поэтапно повышать гибкость механизма курсообразования. Значимой мерой стал отказ в октябре 2010 г. от фиксированных границ изменения стоимости бивалютной корзины, установленных в январе 2009 г. на уровне 41 и 26 руб. Таким образом, в рамках реализуемой курсовой политики с октября 2010 г. Банк России не устанавливает фиксированные количественные ограничения изменения валютного курса. При этом регулятор поэтапно расширяет границы операционного интервала допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины. К середине 2012 г. валютный коридор был симметрично расширен до 7 руб., хотя первоначально его ширина составляла 2 руб. Более того, в рамках операционного

¹ Под валютным риском понимается риск возникновения у кредитной организации финансовых потерь (убытков) по открытым позициям в иностранных валютах и драгоценных металлах (Банк России. www.cbr.ru).

интервала выделен «нейтральный» диапазон, внутри которого Банк России не осуществляет интервенции.

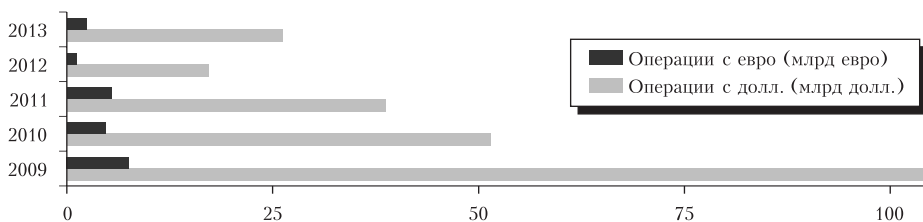
Повышению гибкости механизма курсообразования способствует и снижение объема накопленных интервенций, приводящего к автоматическому сдвигу границ операционного интервала на 5 коп. К середине 2012 г. совокупный объем таких интервенций был снижен с 700 млн долл. до 450 млн, а в сентябре 2013 г. — до 400 млн долл.

При расчете указанной величины учитывается только превышение нетто-объема интервенций Банка России, направленных на сглаживание чрезмерной волатильности обменного курса рубля, то есть сверхплановых интервенций, над совокупным объемом целевых интервенций. Разница между сверхплановыми и целевыми интервенциями накапливается для последующей корректировки границ операционного интервала при достижении установленного порогового значения. В итоге последовательные действия Банка России в посткризисный период позволили выстроить логичную схему курсообразования, в рамках которой роль рыночных факторов в формировании курса российского рубля устойчиво возрастает.

Отметим, что, несмотря на призывы лидеров стран «большой двадцатки» к повышению гибкости курсов национальных валют (G20, 2012; IMF, 2011), затянувшийся восстановительный период побудил органы власти задействовать все имеющиеся в их распоряжении инструменты стимулирования и поддержания деловой активности, в том числе курсовые механизмы. В ходе кризиса ряд стран вновь ввели ограничения на иностранные инвестиции, осуществляемые институциональными инвесторами, на отдельные виды кредитных операций и операции с производными финансовыми инструментами. Подобные механизмы защиты внутреннего валютного рынка и экономики в целом применялись, в частности, в Аргентине, Бразилии, Индонезии, Исландии, Ю. Корее и Украине. При этом число стран, входящих в МВФ, с плавающим курсом национальных валют сократилось с 42% в 2009 г. до 35% в 2012 г. (см. табл. 3), что свидетельствует об активном использовании протекционистских мер органами власти.

Крайне важной представляется планомерность действий регулятора, что позволяет экономическим агентам адаптироваться к росту курсовой волатильности. Суммарный объем валютных операций Банка России с долларами США снижался с 51,5 млрд в 2010 г. до 38,7 млрд в 2011 г. и 17,1 млрд в 2012 г., с евро — соответственно с 4,7 млрд и 5,4 млрд в 2010 и 2011 гг. до 1,3 млрд в 2012 г. Хотя в 2013 г., при росте напряженности на мировом финансовом рынке, суммарный объем валютных операций Банка России с долларами возрос до 26,2 млрд и с евро — до 2,3 млрд, их величина остается незначительной (рис. 4).

Суммарный объем валютных операций Банка России



Источники: Банк России; расчеты автора.

Рис. 4

С учетом сокращения объема валютных и особенно целевых интервенций регулятора можно сделать вывод, что по мере повышения гибкости курса российского рубля курсовая политика Банка России все больше преследует цель нейтрализовать только чрезмерные, спонтанные курсовые всплески. Об этом говорит и увеличение объема сверхплановых интервенций относительно плановых при росте напряженности на мировом финансовом рынке. Отчетливо прослеживаются три пика: январь—август 2010 г., сентябрь 2011 — январь 2012 г. и апрель—декабрь 2013 г. (рис. 5).



Примечание. «+» означает нетто-покупка, «-» — нетто-продажа Банком России долларов США.

Источники: Банк России; расчеты автора.

Рис. 5

Если усиление турбулентности на мировом финансовом рынке в первой половине 2010 г. было спровоцировано обострением долговых проблем в Греции (их удалось достаточно быстро купировать, задействовав механизмы экстренного финансирования МВФ), то ситуация, сложившаяся на мировом финансовом рынке в сентябре 2011 — январе 2012 г., оказалась гораздо сложнее. Помимо углубления долговых проблем в периферийных странах зоны евро, весьма болезненный удар мировой экономике был нанесен рейтинговым агентством Standard & Poog's, которое снизило кредитный рейтинг США. После этого были снижены рейтинги крупнейших американских, а затем и греческих банков (Борисова и др., 2012).

Всплеск напряженности на внутреннем валютном рынке в апреле—декабре 2013 г. определялся, с одной стороны, реакцией российских экономических агентов на ее усиление на мировом финансовом рынке, а с другой — резким и кардинальным изменением валютной политики Банка России.

Рост напряженности на мировом финансовом рынке был вызван, во-первых, опасениями инвесторов относительно скорого сворачивания программ количественного смягчения ФРС США. Поводом для этого послужили и устойчивое ускорение темпов роста американской экономики, и снижение уровня безработицы. Ужесточение

монетарной политики в таких условиях было неизбежным, а высокая неопределенность была связана исключительно с датой принятия соответствующего решения монетарными властями. Только в середине декабря 2013 г., при снижении уровня безработицы до 6,7%, минимального значения с октября 2008 г. (6,5%), ФРС приняла решение сократить масштабы приобретения финансовых активов. С января 2014 г. на 5 млрд долл. снижен ежемесячный объем приобретения ипотечных, и казначейских облигаций. Таким образом, объем выкупа ипотечных облигаций уменьшился до 35 млрд, казначейских — до 40 млрд долл.

Во-вторых, негативную роль сыграло обострение фискальных проблем в США. Вследствие несвоевременного утверждения федерального бюджета работа органов государственной власти была временно приостановлена с 1 по 17 октября 2013 г., когда Конгресс США сумел достичь консенсуса о величине расходных обязательств правительства до 15 января 2014 г. и о повышении потолка госдолга до 7 февраля 2014 г. Проект закона о бюджете США на 2014 и 2015 гг. удалось согласовать в начале декабря, и уже в начале января 2014 г., впервые за много лет ранее назначенного срока, он был утвержден Б. Обамой.

Осенью 2013 г. Банк России приступил к активной трансформации механизма курсообразования. После снижения совокупного объема интервенций, приводящего к сдвигу границ операционного интервала, до 400 млн долл. в начале октября 2013 г. Банк России провел очередную корректировку механизма курсовой политики с учетом намерения Федерального казначейства приступить к непосредственному осуществлению валютных операций по приобретению/продаже иностранной валюты в рамках управления средствами суверенных фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния).

Ранее операции по приобретению/продаже иностранной валюты за счет средств этих фондов осуществлял Банк России, что позволяло ему определять и корректировать объем интервенций, необходимый для поддержания устойчивости внутреннего валютного рынка. Фактически, такие операции были частью монетарной политики, формируя, с одной стороны, спрос и предложение иностранной валюты, а с другой — параметры денежного предложения монетарных властей. В июне 2013 г. Минфин России впервые заявил о готовности самостоятельно приобретать валюту для пополнения Резервного фонда. Предполагается, что ежедневный объем операций будет составлять в среднем 40—50 млн долл.², что немало, исходя из текущих объемов интервенций монетарных властей. Для сравнения: в сентябре 2013 г. ежедневный совокупный объем продаж иностранной валюты Банком России составлял в среднем 151,4 млн долл. и 10,2 млн евро.

Чтобы избежать резкого обесценения (в случае покупки иностранной валюты) или укрепления (в случае ее продажи) российского рубля при проведении Федеральным казначейством валютных операций и способствовать стабильности валютного рынка, Банк России разработал новый подход, поддерживающий нейтральность валютных операций Казначейства с точки зрения формирования обменного курса рубля. Предполагается, что перед осуществлением операций на валютном рынке на официальном сайте Казначейства будет размещаться информация об объеме и дате проведения операций³. Это обеспечит предсказуемость условий формирования курса рубля, а значит — и его

² <http://expert.ru/2013/07/9/rezerv-trebuet-deneg>.

³ <http://expert.ru/2013/07/18/minfin-zakupaet-valyutu>.

движения относительно иностранных валют. С учетом заявленных Казначейством планов Банк России намерен определять совокупный объем интервенций, корректируя, проводимые для сглаживания волатильности обменного курса сверхплановые операции, на величину, эквивалентную объему валютных операций Казначейства.

Помимо этого, в рамках операционного интервала, где Банк России ранее мог осуществлять валютные операции, введен дополнительный «технический» внутренний диапазон. В нем, как и в «нейтральном», Банк России не будет проводить интервенции, в том числе связанные с операциями Казначейства. В результате диапазон, в котором регулятор не оказывает какого-либо воздействия на динамику валютного курса, за счет введения «технического» коридора был расширен на 0,1 руб. (Банк России, 2013а). Позднее, 7 октября, Банк России непосредственно расширил с 1 руб. до 3 руб. «нейтральный» диапазон. Таким образом, валютный коридор, в рамках которого движение курса российского рубля формируется только под воздействием рыночных факторов, увеличен до 3,1 руб.

В конце октября был ограничен и объем целевых интервенций Банка России: с 21 октября их величина не должна превышать 60 млн долл. в день (Банк России, 2013b). Принимая такое решение, Банк России фактически отказался от нейтрализации колебаний обменного курса, формируемых под воздействием фундаментальных факторов, оставляя за собой право сглаживать только резкие курсовые колебания, связанные со спекулятивными ожиданиями инвесторов. (В середине января 2014 г. было объявлено о снижении объема целевых интервенций до нуля.) Для сравнения: в сентябре в рамках целевых интервенций Банка России средневзвешенный объем продаж составлял 104,3 млн долл. и более 7 млн евро. В первой половине октября (с 1 по 15) с учетом сверхплановых операций средневзвешенный объем продаж иностранной валюты Банком России превысил 177 млн долл. Более того, уже в декабре регулятор принял решение снизить до 350 млн долл. величину накопленных интервенций, приводящих к сдвигу границ операционного интервала на 5 коп.

Следствием резкого снижения объемов как средневзвешенных целевых операций, так и накопленных интервенций станет дальнейшее повышение гибкости механизма курсовой политики и соответственно волатильности обменного курса рубля, в том числе за счет автоматического расширения границ валютного коридора. В ноябре—декабре 2013 г. границы операционного интервала автоматически сдвигались 14 раз, и к концу декабря нижняя граница коридора соответствовала 33,05 руб., верхняя — 40,05 руб.

Ситуация 2013 г. отражает результаты, достигнутые Банком России в рамках перехода к более гибкому механизму курсообразования. Курс российского рубля, в значительной степени формируемый под воздействием рыночных факторов, чутко реагирует на настроения инвесторов и ситуацию на мировом финансовом рынке. Вместе с тем Банк России продолжает активно реформировать существующие подходы с учетом не только внешних, но и внутренних факторов, определяющих спрос и предложение иностранной валюты.

Последствия повышения гибкости валютного курса российского рубля

Радикальное изменение внешних условий функционирования российской экономики повлекло за собой кардинальную трансформацию механизмов монетарного регулирования. При переходе регулятора к более гибкому механизму курсообразования и снижении объемов его валютных интервенций существенно изменилась структура как платежного баланса РФ, так и денежного предложения Банка России. Повышение роли рыночных факторов в процессе курсообразования привело к тому, что положительная величина сальдо счета текущих операций в значительной степени балансируется за счет оттока капитала частного сектора, тогда как ранее эту роль осуществлял Банк России, активно приобретающий иностранную валюту. Так, в предкризисном 2007 г. при совокупном чистом притоке иностранной валюты в российскую экономику, превысившем 169 млрд долл. (72,2 млрд, или 5,6% ВВП – по счету текущих операций и 97,1 млрд, или 7,5% ВВП – по финансовому счету без учета резервных активов), Банк России приобрел иностранную валюту на 148,9 млрд долл. (11,5% ВВП), поглотив 88% ее совокупного предложения. Для сравнения: в 2012 г. при поступлении валюты по текущему счету в размере 72 млрд долл. (3,6% ВВП) резервные активы Банка России возросли только на 30 млрд долл. (1,5% ВВП), что составляет менее 42% сальдовой величины счета текущих операций (табл. 4). При этом чистый отток по финансовому счету компенсировал еще 26,5 млрд долл. (1,3% ВВП), то есть более 36%, что свидетельствует о фактически равном спросе на валюту со стороны хозяйствующих субъектов и Банка России.

За девять месяцев 2013 г. чистый отток средств по финансовому счету платежного баланса (кроме резервных активов) возрос до

Т а б л и ц а 4

Отдельные показатели платежного баланса Российской Федерации в 2007–2013 гг.

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
<i>Млрд долл.</i>							
Счет текущих операций	72,2	103,9	50,4	67,5	97,3	72,0	28,3
Счет операций с капиталом	-10,6	-0,1	-12,5	0,0	0,1	-5,2	-0,2
Финансовый счет*	-51,8	-100,8	-31,5	-58,3	-88,7	-56,5	-21,3
кроме резервных активов	97,1	-139,7	-28,1	-21,5	-76,1	-26,5	-28,2
резервные активы	-148,9	38,9	-3,4	-36,8	-12,6	-30,0	6,9
Чистые ошибки и пропуски	-9,7	-3,1	-6,4	-9,1	-8,7	-10,3	-6,8
<i>% ВВП</i>							
Счет текущих операций	5,6	6,2	4,1	4,4	5,1	3,6	1,8
Счет операций с капиталом	-0,8	0,0	-1,0	0,0	0,0	-0,3	0,0
Финансовый счет*	-4,0	-6,1	-2,6	-3,8	-4,7	-2,8	-1,4
кроме резервных активов	7,5	-8,4	-2,3	-1,4	-4,0	-1,3	-1,8
резервные активы	-11,5	2,3	-0,3	-2,4	-0,7	-1,5	0,4
Чистые ошибки и пропуски	-0,8	-0,1	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4

* Январь—сентябрь.

Источник: Банк России; расчеты автора.

28,2 млрд долл. (1,8% ВВП), что соответствует нетто-поступлению иностранной валюты по счету текущих операций. Вместе с тем чистое приобретение иностранной валюты Банком России, компенсировавшее спекулятивный спрос экономических агентов, составило лишь 6,9 млрд долл. (0,4% ВВП). Устойчивое сокращение нетто-операций регулятора при соответствующем изменении структуры платежного баланса стало неизбежным следствием повышения гибкости механизма курсообразования, отражая возрастающую роль рыночных факторов в формировании обменного курса российского рубля.

По мере ослабления регулирующего воздействия монетарных властей обменный курс стремится к паритету покупательной способности (ППС). Так, в России соотношение номинального курса рубля к доллару по ППС и его официального курса возросло с 32% в начале 2000-х годов до 60% в 2012 г. (табл. 5).

Т а б л и ц а 5

Соотношение паритета покупательной способности и рыночного курса национальных валют к доллару США (в %)

Страна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Развитые страны</i>													
Великобритания	96	90	94	105	116	116	115	129	120	103	103	109	104
Евросона	89	86	89	104	111	108	105	114	119	113	107	112	101
США	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Швейцария	110	109	114	132	141	140	132	133	143	140	145	163	148
Япония	144	123	115	121	124	118	107	102	113	124	128	136	133
<i>Развивающиеся страны</i>													
Бразилия	53	44	38	40	45	56	64	74	83	81	98	108	95
Индия	29	28	29	31	32	33	33	39	36	37	41	41	38
Китай	40	40	40	40	41	42	43	48	55	55	59	65	67
Россия	26	29	30	32	40	45	46	55	58	45	52	59	60

Источник: Всемирный банк.

Исключение составил только 2009 г., когда в результате реализации монетарными властями активных мер по недопущению одномоментной девальвации российского рубля соотношение ППС и официального курса рубля снизилось до уровня 2005 г. — 45%. Однако дальнейшие действия Банка России по повышению гибкости режима курсообразования обусловили восстановление повышательного тренда.

Вместе с тем, несмотря на приближение к ППС, российский рубль относительно доллара США остается существенно недооцененным.

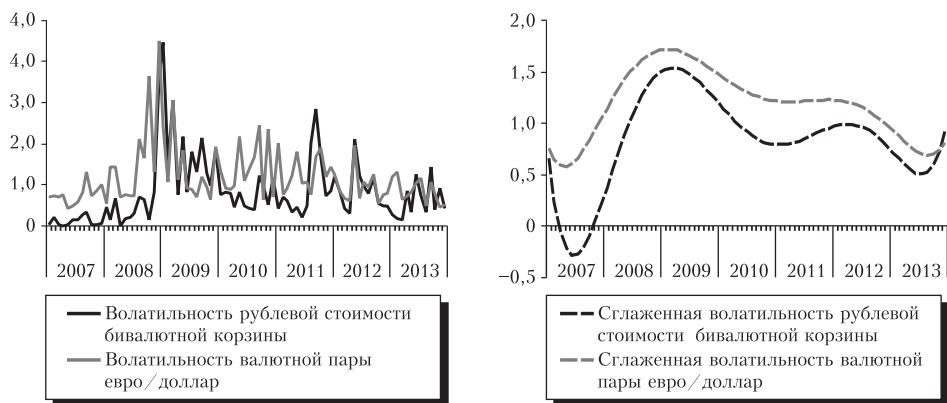
Заниженный курс национальной валюты по отношению к доллару — характерная особенность курсовой политики развивающихся стран. Так, в Китае, курсовая политика которого вызывает немало дебатов относительно необходимости придерживаться более гибкого подхода (IMF, 2013; Morrison, Labonte, 2011; White House, 2010; G7, 2013), соотношение ППС китайского юаня и его рыночного курса к 2012 г. достигло 67%. Наиболее либеральный режим курсовой политики, о чем свидетельствует практически полное совпадение официального курса и ППС, применяется в Бразилии, а индийская рупия по отношению к доллару США по-прежнему самая недооцененная (см. табл. 5).

Принципиально иная ситуация в развитых странах, где соотношение ППС и официального курса национальной валюты превышает 100%⁴. Официальные курсы их национальных валют, как правило, завышены по отношению к доллару, что поддерживает привлекательность импорта товаров и услуг. Наиболее близок к ППС официальный курс евро по отношению к доллару США (в 2012 г. превышение оценивалось в 101%, а в 2008 г. был достигнут максимум — 119%). Аналогично и движение фунта стерлингов: соотношение его ППС и обменного курса снизилось со 129% в 2007 г. до 104% в 2012 г. Вместе с тем официальные курсы японской иены и швейцарского франка в посткризисный период продолжали отдаляться от ППС. Максимум был зафиксирован в 2011 г., когда ППС швейцарского франка на 63% превысил его обменный курс, а японской иены — на 36%. В 2012 г. этот дисбаланс был несколько скорректирован. Негативные макроэкономические тенденции в сочетании с активным стимулированием деловой активности органами государственного управления в Японии и Швейцарии в 2012 г. прервали многолетний тренд укрепления их национальных валют. Как следствие, соотношение ППС и официального курса швейцарского франка снизилось до 148%, а японской иены — до 133%.

Изменяясь под воздействием рыночных факторов, курсовые показатели отражают настроения инвесторов и их восприятие экономических рисков. Политические высказывания и решения органов власти, выход новой макроэкономической статистики или бухгалтерских балансов крупных корпораций способны изменить вектор движения обменного курса. В этих условиях волатильность рублевой стоимости бивалютной корзины достигла максимума 1,4% в сентябре 2013 г., а волатильность ключевой валютной пары евро/доллар в этот период лишь незначительно превышала 1% (рис. 6).

По мере повышения гибкости курсовой политики и снижения объемов валютных интервенций Банка России волатильность рубле-

Волатильность рублевой стоимости бивалютной корзины и валютной пары евро/доллар



Источники: Банк России; ФРС США; расчеты автора.

Рис. 6

⁴ В рамках эффекта Балассы—Самуэльсона в развитых странах, использующих режим свободно плавающего валютного курса и активно вовлеченных в мирохозяйственные процессы, укрепление национальной валюты обусловлено ростом производительности труда в торговом секторе экономики. В связи с этим, чем ближе к мировым лидерам находится страна, тем «дороже» ее валюта (Гурвич и др., 2008).

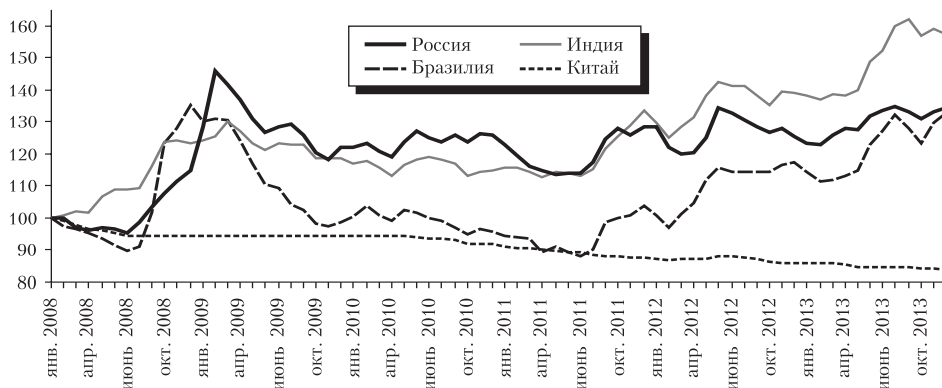
вой стоимости бивалютной корзины в 2013 г. не только вплотную приблизилась к уровню ключевой валютной пары евро/доллар — национальных валют ведущих экономик мира, соотношение которых формируется в рамках свободно плавающего валютного курса, но и превзошла его (см. рис. 6).

Согласно классификации режимов валютных курсов МВФ, Россия не входит в число стран, курс национальных валют которых де-факто формируется в рамках свободно плавающего или управляемого плавающего валютного курса. Целенаправленные действия регулятора, связанные с ослаблением его воздействия на динамику российского рубля в 2008—2012 гг., способствовали изменению позиции России в классификации МВФ. В первой половине 2008 г., с учетом действий Банка России на внутреннем валютном рынке, Россия была отнесена к группе стран, курс национальных валют которых привязан к курсу валюты или корзины валют и изменяется в весьма узком диапазоне, как правило, не превышающем $\pm 1\%$ от среднего значения. В настоящее время Россия относится к промежуточной группе стран, курсовая политика которых находится на стадии активной трансформации, и не может быть включена в группу стран, применяющих фиксированный режим обменного курса.

При ослаблении регулирующего воздействия Банка России флуктуации российского рубля совпадают с колебаниями национальных валют, например Бразилии и Индии, согласно классификации МВФ, де-факто формируемых в рамках управляемого плавающего валютного курса (IMF, 2012). Это отражает усиление роли рыночных факторов в формировании курса российского рубля (рис. 7).

Для сравнения: в принципиально ином направлении движется китайский юань. Номинальный курс доллара США к китайскому юаню оставался стабильным (8,28 юаня за 1 долл.) с 1994 г. Первые попытки ослабить регулирующее воздействие были предприняты в июле 2005 г., когда Народный банк Китая (НБК) отказался от установления жестко фиксированного курса (Morrison, Labonte, 2011). Однако под воздействием рыночных факторов формируется только вектор движения китайского юаня, что и определило его укрепление относительно доллара США. Вместе с тем скорость этого процесса четко регулируется НБК, осуществляющим масштабные интервенции на валютном рынке. В результате укрепление юаня, обусловленное действием фундаментальных

Движение курсов валют развивающихся стран
(в %, янв. 2008 г. = 100%)



Источники: Банк России; ФРС США; расчеты автора.

Рис. 7

факторов, происходит крайне медленно. Более того, в период наиболее острой фазы кризиса — с середины июля 2008 по июнь 2010 г., то есть фактически на протяжении двух лет, — номинальный курс доллара к китайскому юаню вновь был зафиксирован на отметке 6,83 юаня. Под давлением мирового сообщества во второй половине 2010 г. НБК приступил к дальнейшему повышению гибкости режима курсообразования. Внутрдневной коридор колебаний валютного курса был симметрично расширен до 0,5%, а в 2012 г. — до 1%. Тем не менее спред между ценами продажи и покупки китайского юаня ограничен 2% от средневзвешенного курса⁵. В результате при строгом контроле со стороны НБК за формируемыми на валютном рынке тенденциями за три года, с июня 2010 по июль 2013 г., китайский юань укрепился только на 10,7% (см. рис. 7).

Кардинальная, хотя и достаточно постепенная, трансформация механизмов курсовой политики, осуществляемая Банком России, позволила придать большой вес процентным механизмам монетарной политики. Снижение объемов операций Банка России на валютном рынке, а соответственно и роли чистых иностранных активов как источника формирования денежного предложения, создало предпосылки для повышения значимости инструментов рефинансирования. В посткризисный период в формировании денежного предложения существенно возросла роль требований Банка России к кредитным организациям. Более того, уже в 2012–2013 гг. именно рефинансирование кредитных организаций стало основным источником денежного предложения монетарных властей. В январе–ноябре 2013 г. при увеличении их чистых иностранных активов более чем на 716 млрд руб. задолженность кредитных организаций перед регулятором возросла более чем на 1100 млрд руб. (см. табл. 2).

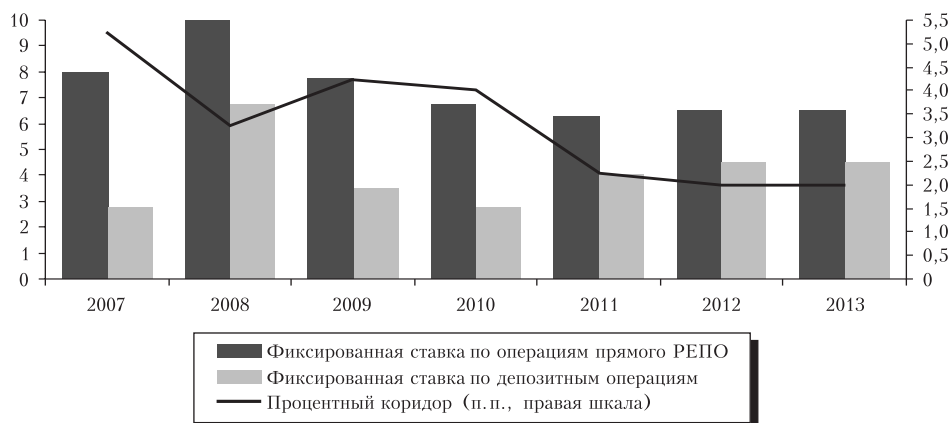
На фоне роста потребности кредитных организаций в привлечении финансовых ресурсов Банка России маневрирование процентными ставками при предоставлении и абсорбировании ликвидности становится все более действенным инструментом монетарной политики. По мере повышения гибкости механизма курсообразования Банк России сокращает спред процентных ставок между ключевыми инструментами предоставления и абсорбирования ликвидности. Процентный коридор, представляющий собой спред между фиксированными процентными ставками по инструментам предоставления и абсорбирования ликвидности Банком России, к концу 2013 г. составил 2 п. п. по сравнению с 5,25 п. п. в докризисном 2007 г. (рис. 8). Сужая процентный коридор, Банк России повышает действенность и эффективность процентной политики, что позволяет ему влиять на динамику российской экономики посредством монетарной политики.

* * *

Заявив еще в 2007 г. о переходе к плавающему валютному курсу в качестве одной из ключевых задач, Банк России последовательно приближается к поставленной цели. При кардинальном изменении механизма курсообразования существенно возросла роль рыночных

⁵ The People's Bank of China Announcement. www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2012/20120414090756030448561/20120414090756030448561_.html.

**Фиксированная ставка по операциям сроком на 1 день
(на конец периода, % годовых) и процентный коридор**



Источники: Банк России; расчеты автора.

Рис. 8

факторов в формировании курсовой динамики. Заметное сокращение объемов валютных интервенций Банка России оказало комплексное воздействие на структуру как платежного баланса РФ, так и денежного предложения, что позволяет шире использовать процентные механизмы курсовой политики. Вместе с тем вследствие повышения роли рыночных факторов в процессе курсообразования при ослаблении регулирующего воздействия Банка России повысилась волатильность обменного курса российского рубля до уровня ключевой валютной пары евро/доллар. Существенный рост валютных рисков стал новой реальностью для хозяйствующих субъектов российской экономики.

Список литературы

- Банк России* (2004). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 год. Москва. [Bank of Russia (2004). General Directions of the Unified State Monetary Policy for 2005. Moscow.]
- Банк России* (2005). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год. Москва. [Bank of Russia (2005). General Directions of the Unified State Monetary Policy for 2006. Moscow.]
- Банк России* (2006). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год. Москва. [Bank of Russia (2006). General Directions of the Unified State Monetary Policy for 2007. Moscow.]
- Банк России* (2008). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов. Москва. [Bank of Russia (2008). General Directions of the Unified State Monetary Policy for 2009 and the Period of 2010 and 2011. Moscow.]
- Банк России* (2009). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов. Москва. [Bank of Russia (2009). General Directions of the Unified State Monetary Policy for 2010 and the Period of 2011 and 2012. Moscow.]
- Банк России* (2013а). Политика валютного курса Банка России. Москва. 1.10. [Bank of Russia (2013a). Exchange Rate Policy of the Bank of Russia. Moscow. 1.10.]

- Банк России* (2013b). О курсовой политике Банка России. Москва. 21 октября. [Bank of Russia (2013b). On the Exchange Rate Policy of the Bank of Russia. Moscow. October 21.]
- Борисова И., Замараев Б., Киуцевская А., Назарова А., Суханов Е.* (2012). Растущая российская экономика на фоне растущей внешней напряженности // Вопросы экономики. № 6. С. 4–32. [Borisova I., Zamaraev B., Kiyutsevskaya A., Nazarova A., Sukhanov E. (2012). Growing Russian Economy against Growing External Tension // *Voprosy Ekonomiki*. No 6. P. 4–32.]
- Гурвич Е., Соколов В., Улюкаев А.* (2008). Оценка вклада эффекта Балассы—Самуэльсона в динамику реального обменного курса рубля // Вопросы экономики. № 7. С. 12–30. [Gurvich E., Sokolov V., Ulyukaev A. (2008). The Impact of the Balassa—Samuelson Effect on the Real Ruble Exchange Rate: The Assessment // *Voprosy Ekonomiki*. No 7. P. 12–30.]
- Улюкаев А. В.* (2006). У меня нет сомнений в реалистичности Основных направлений // Вестник Банка России. № 66. С. 5. [Ulyukaev A. V. (2006). I Have No Doubt in Realism of General Directions // *Vestnik Banka Rossii*. No 66. P. 5.]
- G20* (2012). Communiqué of Ministers of Finance and Central Bank Governors of the G20. Mexico. November 5.
- G7* (2013). Statement by G7 Finance Ministers and Central Bank Governors. February 12.
- IMF* (2007). Review of Exchange Arrangements, Restrictions and Control. Washington. November 27.
- IMF* (2011). G-20 Mutual Assessment Process: From Pittsburgh to Cannes – IMF Umbrella Report. Washington.
- IMF* (2012). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington.
- IMF* (2013). People's Republic of China. 2013 Article IV Consultation. Washington.
- Morrison W. M., Labonte M.* (2011). China's Currency Policy: An Analyses of the Economic Issues / Congressional Research Service. January 12.
- White House* (2010). Remarks by the President at the Senate Democratic Policy Committee Issues Conference. Washington. February 3.
-

Floating Exchange Rate of the Russian Ruble: Myth or Reality?

Anna Kiyutsevskaya

Author affiliation: Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russia).
Email: kiu2003@mail.ru.

Active globalization of the Russian economy has required more flexible exchange rate policy. By 2015, the Bank of Russia plans to finish transition to the floating exchange rate. Though the regulator has been aspiring to achieve this goal since 2007, the exchange rate policy's mechanism has been changed only after sharp deterioration of external economic conditions in 2008–2009. Expanding bounds of a currency corridor and reducing volumes of carried out interventions, the Bank of Russia continues to weaken the influence on internal currency market, limited to leveling the speculative expectations of economic agents. Stages and reached results of a major transformation of exchange rate policy are investigated in the article.

Keywords: exchange rate policy, exchange rate regime, currency interventions, Bank of Russia, money supply, balance of payment.

JEL: F31, E44, E52, E58.