

УДК 336.748

T.B. Маняхин

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,
email: tvmanyakhin@fa.ru

РЕГУЛЯТОРНЫЕ АСПЕКТЫ КУРСА РУБЛЯ В РОССИЙСКИХ РЕАЛИЯХ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ

Ключевые слова: валютный курс, валютный рынок, риски, валютные ограничения, бюджетное правило, финансовая стабильность.

Исследование посвящено комплексному анализу трансформации в России подходов к регулированию такой традиционно актуальной в реалиях российской финансовой системы области как формирование курса национальной валюты. Выделяются ключевые изменения в регулятивных аспектах его формирования с переходом в 2014 году к режиму таргетирования инфляции в рамках плавающего валютного курса. Анализируются, на предмет значимости регуляторных аспектов, взаимосвязи курса рубля и состояния государственных финансов, в том числе в рамках бюджетного правила. Исследуется степень «плавания» курса с учетом его значимости для стабильности финансовой системы и возможностей государственных финансов в контексте кризисных явлений. Делается вывод о эффективности действий властей по преодолению системных шоков на валютном рынке при сохранении приверженности таргетированию инфляции. В то же время, отмечается по-прежнему актуальность, как и более 20 лет назад, фундаментальных факторов, обуславливающих важность регуляторных аспектов формирования курса и, как следствие, ограниченность возможностей рубля в части его действительно свободного «плавания». Также отмечается наличие, по мнению автора, потенциала к усилению проактивного управления рисками финансовой стабильности.

T.V. Maniakhin

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
email: tvmanyakhin@fa.ru

REGULATORY ASPECTS OF THE RUBLE EXCHANGE RATE IN THE RUSSIAN REALITIES OF INFLATION TARGETING

Keywords: exchange rate, currency market, risks, capital controls, budget rule, financial stability.

The study is devoted to a comprehensive analysis of the transformation in Russia of approaches to the regulation of such a traditionally actual for Russian financial system sphere as formation of the national currency exchange rate. The key changes in the regulatory aspects of its formation with the transition in 2014 to the inflation targeting regime within the framework of a floating exchange rate are highlighted in the study. The article analyzes, for the significance of regulatory aspects, the relationship between the ruble exchange rate and the state of public finances, including within the framework of the budget rule. The degree of “floating” of the ruble rate is investigated, considering its significance for the stability of the financial system and the opportunities of public finance in the context of crisis. Conclusions are drawn about the effectiveness of the authorities’ actions to overcome systemic shocks in the foreign exchange market while maintaining commitment to inflation targeting. At the same time, the relevance is noted, as more than 20 years ago, of fundamental factors that determine the importance of regulatory aspects of the formation of the exchange rate and, as a consequence, the limited possibilities of the ruble in terms of its truly free “floating”. It is also noted that, according to the author, there is a potential to strengthen proactive risk management of financial stability.

Курс национальной валюты в России традиционно, с самого начала рыночных реформ в современной России, находился в центре внимания финансовых властей, что связано с его влиянием как на финансовую стабильность национальной экономики, так и на инфляцию и благосостояние населения, на возможности бизнеса и на состояние государственных финансов.

В частности, в 1990-х гг. курс иностранных валют к рублю был едва ли ни главным индикатором и одновременно основной целью при проведении государственной денежно-кредитной политики. Высокий спрос на иностранную валюту для оплаты импорта в условиях открывшейся экономики, необходимости обслуживания большого государственного внешнего долга на фоне

низких мировых цен на основные статьи российского экспорта и крайне низкого уровня международных резервов вынуждали власти реализовывать комплекс мер по сдерживанию рубля от обесценения.

Ограничения на движение капитала, норматив обязательной продажи валютной выручки, специальная торговая сессия на Московской межбанковской валютной бирже, контроль за покупкой иностранной валюты для оплаты импорта, таможенно-банковская система валютного контроля, массивная система отчетности кредитных организаций по валютным операциям и, конечно, валютные интервенции Банка России по продаже иностранной валюты – все это было обыденностью российского валютного рынка вплоть до начала 2000-х гг., когда на фоне устойчивой тенденции к росту мировых цен на энергоносители и привлечения иностранных инвестиций тренд на отток из страны иностранной валюты сменился трендом на ее приток.

Это привело к новому для России явлению – периодическому превышению предложения иностранной валюты на внутреннем рынке над спросом на нее. Началась работа по либерализации валютного законодательства [1].

Вместе с тем, казалось бы, уже не столь актуальная проблема контроля за курсом рубля приобрела новые регуляторные очертания, связанные с последствиями уже от чрезмерного притока в страну ликвидной валюты, способствовавшего нежелательному для экспортоориентированных компаний и бюджета чрезмерному укреплению национальной валюты. Для сдерживания данной негативной тенденции Банку России пришлось заимствовать из мировой практики комплекс соответствующих мер, в том числе специальные счета и беспроцентные резервные требования, наряду с проведением обратных интервенций (по покупке иностранной валюты) [2].

Балансирование монетарных властей между недопущением негативных последствий от периодически возникавших обоих видов дисбалансов на внутреннем валютном рынке (значительное превышение спроса на иностранную валюту

над ее предложением и наоборот) привело к появлению своеобразных «качелей» в виде так называемого «валютного коридора», целью которого было недопущение резких колебаний курса в ту или иную сторону. Данный механизм просуществовал с периодическими модификациями (в сторону либерализации) вплоть до конца 2014 года.

Сформированный к указанному моменту «запас прочности» на фоне избавления от кабальных размеров внешних государственных долгов и формирования внушительных международных резервов привел к кардинальному снижению масштабов суверенной зависимости от иностранной валюты и позволил монетарным властям сконцентрироваться на ключевой задаче регуляторов в странах с развитой экономикой и финансовой системой – на обеспечении ценовой стабильности.

Следует отметить, что объявленному в ноябре 2014 года Банком России переходу к режиму таргетирования инфляции [3] способствовало, в том числе намерение исключить инфляционное давление на экономику от проведения валютных интервенций, а также, возможно, желание регулятора противодействовать валютным спекулянтам, в целом понимавшим механизм «валютного коридора» и, тем самым, снижавшим эффект от его применения.

При осуществлении указанного перехода Банк России объявил, что новый режим валютного курса предполагает его формирование под воздействием рыночных факторов, и вмешательство государства на валютный рынок возможно только в случае возникновения угроз для финансовой стабильности. Фактически был объявлен переход к режиму плавающего валютного курса. На фоне данного заявления могло показаться, что существовавшая в России длительное время проблема регулирования валютного курса, характерная для развивающихся экономик, более для России неактуальна.

Вместе с тем, как показало исследование, регуляторные аспекты по-прежнему играют заметную роль в формировании валютного курса как в ситуациях системных шоков, так и в относительно спокойных условиях.

Цель исследования

Целью исследования является выявление наличия и специфики регулятивных аспектов в формировании курса рубля после объявленного монетарными властями России перехода к режиму таргетирования инфляции в условиях плавающего валютного курса.

Степень проработанности темы

Вопросы формирования обменного курса рубля достаточно глубоко проработаны как с научной точки зрения, в том числе в части факторного анализа и вопросов государственного регулирования, так и в практической плоскости. К новизне данного исследования, по мнению автора, можно отнести его ракурс, предполагающий анализ особенностей подходов финансовых властей к защите курса национальной валюты в рамках проводимой политики таргетирования инфляции с учетом текущего риск-профиля российской экономики.

Практическая применимость результатов исследования

Результаты исследования могут быть использованы как для дальнейших предметных научных изысканий в рассматриваемой области, так и для прогнозирования курса рубля с учетом всего спектра факторов, оказывающих влияние на его формирование.

Объекты и методы исследования

Объектом исследования является процесс формирования обменного курса рубля, предметом – регуляторные факторы его формирования в условиях политики таргетирования инфляции и санкционной экономики. В ходе исследования использованы различные общенаучные методы, в том числе индукции и дедукции, сравнительного и статистического анализа, элементы системного подхода и другие.

Информационная база исследования

Информационной базой исследования стали преимущественно данные Банка России, Минфина России и ПАО Московская Биржа. Также в рамках проведенного анализа использованы результаты отдельных ранее выполненных научных исследований по рассматриваемой теме.

Результаты исследования и их обсуждение

Для достижения поставленной цели требуется понимание того, какие основные изменения в подходах к реагированию государства на угрозы стабильности национальной валюты произошли после объявления перехода к режиму таргетирования инфляции в условиях плавающего валютного курса, в каких условиях это стало реальным, каковы были основные мотивы, что изменилось в инструментарии регулирования и в «корневых причинах» для его осуществления, а также того, каким образом государство реагировало на системные шоки в условиях нового режима.

В статье последовательно приводятся результаты соответствующего анализа и обсуждение наиболее значимых аспектов предмета исследования.

Изменения в инструментарии валютного регулирования

Следует отметить, что фактически смещение акцентов с преимущественного регулирования курса рубля на таргетирование инфляции, с учетом влияния валютных интервенций на рублевую ликвидность, началось задолго до официального объявления регулятором в ноябре 2014 года о новом подходе в отношении курса.

Данная тенденция стала возможной, как уже было отмечено, на фоне позитивного для российской экономики изменения конъюнктуры мирового рынка энергоносителей, сокращения внешнего государственного долга и постоянного накопления валютных резервов от поступающих в страну экспортной выручки и инвестиций.

Постепенное смещение акцентов в пользу обеспечения ценовой стабильности нашло отражение сначала в отмене в конце 2010 года фиксированных границ для колебаний стоимости бивалютной корзины и переходе к плавающему операционному интервалу рублевой стоимости бивалютной корзины, а затем – в постепенном, на протяжении нескольких лет, расширении границ операционного интервала и снижении объемов операций Банка России во внутренних интервалах операционного интервала.

Поэтому заявление регулятора на деле имело скорее вербальный эффект, нежели реальное изменение в проводимой политике. Окончательная отмена «валютного коридора» лишь официально завершила давно начатый процесс.

Учитывая, что на фоне происходящих расширений операционного интервала рублевой стоимости бивалютной корзины роль валютных интервенций в сглаживании колебаний валютного курса постепенно снижалась, очевидно, что на случай повышенной волатильности на валютном рынке результативность интервенций в регулировании курса должна была быть компенсирована другими инструментами, не оказывающими, в отличие от интервенций, влияния на рублевую ликвидность.

И понятно, что соответствующий инструментарий должен был быть готов для применения до появления серьезных угроз для финансовой стабильности. Вряд ли будет являться предметом спора утверждение о том, что в таких ситуациях при необходимости могли быть оперативно задействованы все те же интервенции в масштабах, требуемых ситуацией, а не границами операционного интервала. Но классика нового жанра, предполагавшего минимизацию влияния на рублевую ликвидность, объективно требовала изменений в методологии.

И соответствующая ситуация на внутреннем валютном рынке, как и изменения в инструментарии, не заставили долго себя ждать.

Резкое снижение цен на нефть во второй половине 2014 года в связи с увеличением ее добычи в США при продолжении экспорта значительных объемов нефти традиционными ее экспортерами и одновременном понижении прогнозов мирового спроса на нефть наряду с усилением санкционного давления на российскую экономику создали очередную угрозу стабильности национального финансового рынка.

Анализ данных Банка России [4] показал, что в связи с сильным давлением на курс национальной валюты Банк России только за один месяц – октябрь 2014 года – осуществил нетто-продажу иностранной валюты на внутреннем валютном рынке на сумму

27,2 млрд. долл. США. Интервенции по продаже иностранной валюты продолжались и в следующие три месяца, в том числе после официального объявления о переходе к режиму таргетирования инфляции. В частности, в декабре 2014 года на фоне роста биржевого курса долл. США к российскому рублю до 80 руб. (в сравнении с около 42 руб. за один долл. США на начало ноября) Банк России продал 11,9 млрд. долл. США.

Наряду с этим, с учетом осуществлявшегося смещения акцентов в государственной денежно-кредитной политике на таргетирование инфляции Банк России, как показал анализ статистических данных [5], ожидаемо стал применять новые инструменты по защите национальной валюты и обеспечению финансовой стабильности в целом, оказывающие меньшее влияние на рублевую ликвидность.

В качестве альтернативы интервенциям стали проводиться операции по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе. В частности, с сентября 2014 года Банк России стал проводить операции «валютный своп» по продаже долл. США за рубли, с октября – аукционы РЕПО в долл. США и евро. По объемам проведения (7,6 и 22,2 млрд. долл. США с начала проведения до конца 2014 года соответственно) операции по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе стали сопоставимы с интервенциями (39,9 млрд. долл. США за аналогичный период 2014 года) [4].

Кроме того, с конца декабря 2014 года инструменты по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе были дополнены предоставлением Банком России кредитов в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте, на аукционной основе.

Частичное замещение валютных интервенций операциями по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе стало разумным решением в условиях фокуса на таргетировании инфляции. Более того, данные операции не только минимизировали влияние на рублевую ликвидность, но и позволяли сохранять международные резервы страны.

Фактически, как показал проведенный анализ, с переходом к режиму таргетирования инфляции Банк России не перестал воздействовать на курс рубля, даже при отсутствии критических угроз финансовой стабильности. Данное воздействие стало более «тонким», оказывая на курс рубля косвенное воздействие – через влияние на формирование спроса и предложения на валютном рынке. В частности, предоставляя кредитным организациям необходимую ликвидность в иностранной валюте, в определенной мере регулятор предупреждал возникновение соответствующего спроса на рынке.

Данные операции, с учетом их очевидных преимуществ перед валютными интервенциями, по мнению автора, вполне можно было ввести намного раньше, проявив более проактивный подход к управлению рисками финансовой стабильности, что потенциально могло не только сократить траты валютных резервов, но и, возможно, предотвратить резкое обесценение национальной валюты.

Анализируя регулятивные факторы формирования курса рубля в условиях политики таргетирования инфляции, нельзя не отметить и такое косвенное, но от этого не менее действенное, воздействие регулятора на курс как ограничение рублевой массы для возможного спекулирования на валютном курсе. В частности, в конце 2014 года Банк России наряду с воздействием на предложение иностранной валюты также ограничивал спекулятивный спрос на нее, занимая консервативную позицию при предоставлении рублевой ликвидности на аукционах РЕПО и с помощью операций «валютный своп» по предоставлению рублей, в том числе посредством лимитов.

Что касается интервенций, то в дальнейшем, с 2015 года, регулятор действительно стал воздерживаться от применения данного инструмента, оказывающего влияние на рублевую массу. Последними интервенциями в тот период, в рамках перехода к плавающему валютному курсу, и вплоть до 2022 года стали операции Банка России по покупке иностранной валюты, совершенные в мае-июле 2015 года на общую сумму около 10,1 млрд. долл. США [4].

Но, как показал анализ статистических данных Банка России, это не означало дистанцирование регулятора от задачи по недопущению (устранению) возможной негативной для финансовой системы напряженности на внутреннем валютном рынке. Основную роль в данном вопросе в условиях режима таргетирования инфляции взяли на себя рассмотренные выше операции по предоставлению кредитным организациям иностранной валюты на возвратной основе.

Фактически основным инструментом в данной области стали краткосрочные операции «валютный своп» по продаже Банком России иностранной валюты. Всего с начала их применения по 2021 год включительно по данным Банка России [4] указанных операций со сроками расчетов «сегодня-завтра» (TODTOM) было совершено на общую сумму около 42,6 млрд. долл. США. Наиболее активно данные операции проводились в 2016, 2017 и 2018 гг. (на общие суммы 9,5, 11 и 14,5 млрд. долл. США соответственно). Понятно, что такие операции не могли не оказывать, пусть и косвенного, но регулятивного влияния на курс рубля.

Аукционы РЕПО в иностранной валюте совершались Банком России вплоть до конца 2017 года. Всего с начала применения данного инструмента общий объем операций с ним на все сроки составил около 331,2 млрд. долл. США. Наиболее активно операции совершались в 2015 и 2016 гг. (134,3 и 143,4 млрд. долл. США соответственно).

Кредиты в иностранной валюте в целях обеспечения финансовой стабильности посредством поддержания ликвидности кредитных организаций в иностранной валюте в ситуациях, когда доступ к ней по различным причинам оказывался затруднен, предоставлялись Банком России вплоть до 2016 года включительно [6].

Курс рубля и бюджетное правило

Как показало проведенное исследование, функционирующий в условиях политики таргетирования инфляции режим курса рубля вряд ли, по мнению автора, можно назвать в чистом виде «плавающим» и в силу того влияния, которое оказывает специфика структуры российской экономики через валютный канал на государственные финансы.

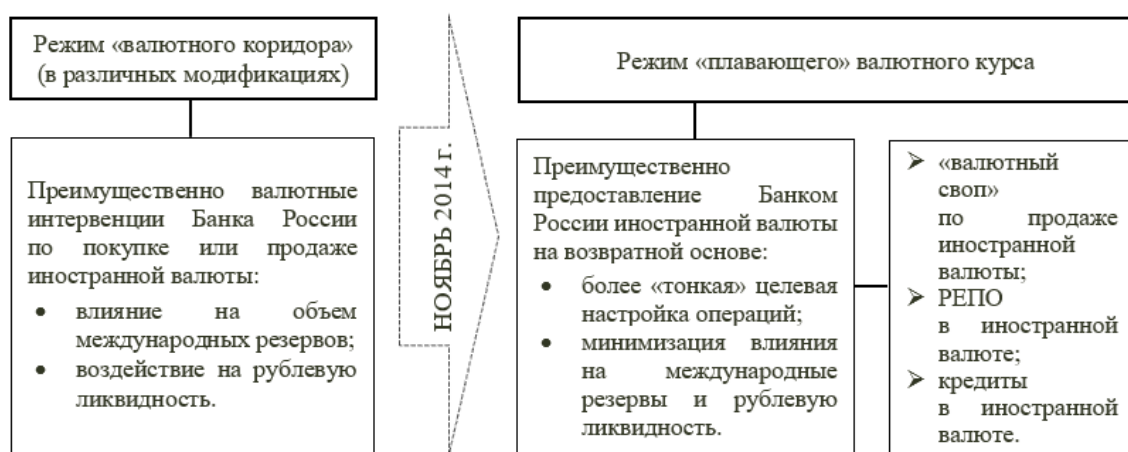


Рис. 1. Трансформация инструментария воздействия на курс рубля при переходе к режиму таргетирования инфляции

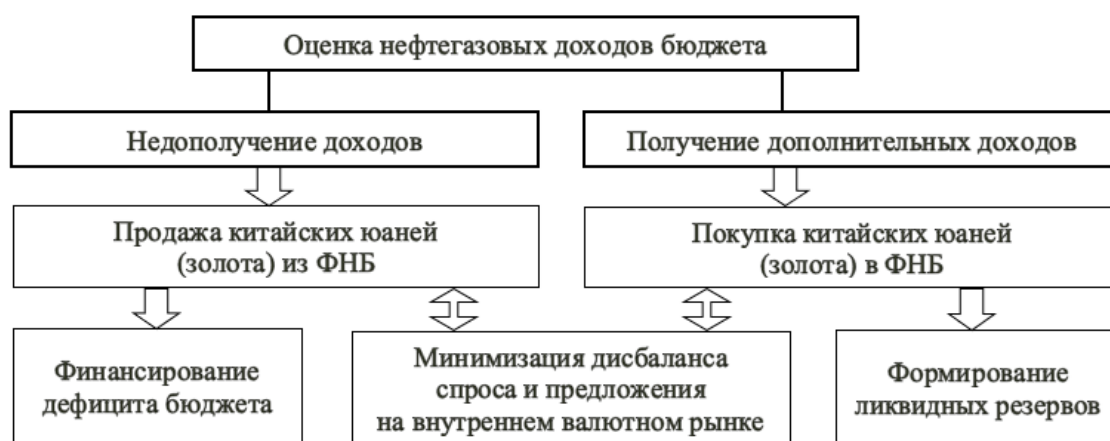


Рис. 2. Бюджетное правило и внутренний валютный рынок

Сохранившаяся с начала рыночных реформ, хотя возможно и в меньшей степени, зависимость российской экономики от мировых цен на энергоносители оказывает прямое влияние на финансовый результат крупнейших российских корпораций, которые одновременно относятся к числу крупнейших плательщиков налогов, пошлин и акцизов в российский бюджет, что уже, в свою очередь, оказывает прямое влияние на формирование доходной базы и финансирование расходов бюджета.

Именно для ограничения зависимости состояния государственных финансов от одного из ключевых факторов их формирования в России, а именно от объема поступающей в страну выручки

от экспорта энергоресурсов, для обеспечения сбалансированности доходной и расходной частей бюджета во многом и был внедрен в российскую практику специальный механизм, известный как бюджетное правило.

Суть данного механизма заключается в том, что при превышении фактическими показателями, связанными с экспортом энергоносителей и влияющими на доходную часть бюджета, прогнозных показателей соответствующее превышение в ликвидной валюте выкупается Банком России по поручению Минфина России на внутреннем валютном рынке за рубли и направляется в специальный фонд, где оно находится до возникновения обратной тенденции, когда в ус-

ловиях снижения поступлений в страну экспортной выручки дисбаланс бюджета компенсируется рублями, полученными от продажи ранее осуществленных накоплений в ликвидной валюте.

Начало применения указанного механизма в России можно отнести к 2004 году, когда был создан Стабилизационный фонд, который впоследствии (в 2008 году) был разделен на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (ФНБ), из которых при очередном преобразовании в 2018 году был сохранен только последний (Резервный фонд стал частью ФНБ) [7].

Действующий в настоящее время механизм, возобновленный в январе 2023 года с определенными модификациями после перерыва в его применении с февраля 2022 года, предполагает ежемесячное прогнозирование Минфином России ожидаемого в предстоящем месяце объема дополнительных нефтегазовых доходов бюджета и осуществление покупок или продаж ликвидной валюты на внутреннем рынке с учетом отклонения фактически полученных нефтегазовых доходов от ожидаемого месячного объема нефтегазовых доходов.

Ранее действовавшая модификация бюджетного правила (до января 2023 года) в целом имела ту же суть, но ориентировалась преимущественно на цену нефти марки «Юралс» и установленный базовый уровень цены (цену отсечения), с учетом которой проводились операции по покупке или продаже иностранной валюты.

Действующая версия учитывает множество показателей – наряду с котировками на нефть марки «Юралс» в расчетах принимаются во внимание прогнозируемые объемы добычи и экспорта энергоносителей, цены на газ, фактически сложившийся на внутреннем рынке обменный курс рубля и другие показатели [8].

Кроме того, с учетом ограничений на использование валют «недружественных» стран соответствующие операции реализуются с января 2023 года на Московской бирже посредством инструмента «китайский юань-рубль». Операции с юанем в конечном итоге посредством рыночных механизмов оказывают соответствующее влияние и на валютные

пары рубля с валютами «недружественных» стран.

Очевидно, что операции финансовых властей с иностранной валютой на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила, будь то покупка или продажа ликвидной валюты, не могут не оказывать влияния на курс национальной валюты при любом режиме курса, в т.ч. при реализации политики таргетирования инфляции. Например, в январе 2022 года, накануне кризиса на внутреннем финансовом рынке, общий объем операций Минфина России по покупке иностранной валюты составил 360 млрд. руб. в рублевом эквиваленте [4]. Очевидно, что чем выше отклонение прогнозных показателей в рамках бюджетного правила от фактических, тем выше потенциал влияния операций Минфина России на курс национальной валюты.

В результате бюджетное правило в условиях реализуемой в России политики таргетирования инфляции вынуждает монетарные власти минимизировать влияние операций Минфина России на курс рубля, что, как показывает анализ статистической информации о данных операциях, реализуется посредством равномерного распределения операций на временном интервале. В частности, в апреле текущего года среднечасовой объем операций Банка России по поручению Минфина России по продаже иностранной валюты (юаней) составил около 3,9 млрд. руб. при общем объеме данных операций за апрель текущего года – более 70 млрд. руб.

Учитывая, что объем операций с инструментом «китайский юань-рубль» со сроком расчетов «завтра» (CNYRUB_TOM) на Валютном рынке Московской биржи в каждый из торговых дней апреля 2023 года составлял в основном не менее 70 млрд. руб. [9], удельная доля операций Минфина России в рамках бюджетного правила в апреле 2023 года составляла в среднем около 5,5% от дневного объема сделок, что хотя и нельзя назвать незначимым объемом, но вряд ли может быть решающим фактором в формировании курса.

На данном примере становится понятным, что такое регулятивное «дробление» действительно позволяет мини-

мизировать влияние операций Минфина России на курс рубля. Одномоментной (в один день) продажи даже трети от месячного объема продаж юаней из ФНБ в апреле 2023 года, по оценке автора, вполне могло бы быть достаточным для резкого укрепления курса рубля, что не является благоприятным фактором для экономики, как и его резкое обесценение.

Таким образом, в условиях применения бюджетного правила монетарным властям приходится вносить коррективы в «плавание» рубля.

С другой стороны, бюджетное правило в силу собственного же дизайна, имеющего тесную корреляцию с объемом поступающей на внутренний рынок иностранной валюты, может компенсировать возникающие дисбалансы спроса и предложения, сглаживая возможную сильную волатильность курса.

«Плавание» курса рубля в условиях реализации санкционных рисков

Геополитические события февраля 2022 года и последовавшие беспрецедентные санкции в отношении российской экономики и финансового рынка стали мощнейшим стресс-тестом для государственной денежно-кредитной политики, предполагавшей таргетирование инфляции и формирование курса национальной валюты под воздействием рыночных факторов.

События начала прошлого года стали одной большой комплексной угрозой для финансовой стабильности российской экономики сразу через все возможные каналы, из которых валютный стал одним из ключевых.

Сложившиеся условия стали проверкой на прочность регуляторной модели, предполагавшей временное вмешательство государства на валютный рынок при возникновении системных шоков, при одновременном сохранении режима таргетирования инфляции и в целом рыночного курсообразования.

Системный шок и регуляторный ответ финансовых властей

В условиях включения крупнейших отечественных банков в санкционные списки и их отключения от международной платежной системы SWIFT, блокировки не только частных зарубежных

активов российских граждан и бизнеса, но и государственных международных резервов, которые монетарные власти бережно накапливали десятилетиями, резкий и масштабный вывод иностранного капитала и другие шоки внешнего характера для отечественного финансового рынка фактически с первых же дней сделали сохранение режима «плавающего» валютного курса если не невозможным, то однозначно крайне опасным. Дальнейшее распространение шоков через валютный канал с большой долей вероятности привело бы еще к большим негативным последствиям для национальной финансовой системы и экономики в целом.

В сложившихся условиях, когда курс долл. США к российскому рублю со сроком расчетов «завтра» (USDRUB_TOM) на торгах на Московской бирже 24 февраля 2022 года достигал отметки в 89,6 руб. за один долл. США, что на 10% превысило цену закрытия предыдущего торгового дня (81,16 руб. за один долл. США) [9], «плавание» валютного курса фактически было приостановлено.

Сохраняя в качестве основной цели денежно-кредитной политики поддержание ценовой стабильности, которую сложно представить в условиях произошедших шоков на внутреннем валютном рынке, Банк России прибегнул к неоднократно испытанным в российских реалиях и действенным мерам – валютным интервенциям. В первый же день Банком России было продано ликвидной иностранной валюты на 1 млрд. долл. США, на следующий день – на 226 млн. долл. США [10].

Одновременно Банк России задействовал операции по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе. По данным Банка России [4], за два дня в рамках сделок «валютный своп» по продаже иностранной валюты за рубли со сроками расчетов «сегодня-завтра» кредитным организациям было предоставлено в общей сложности около 10 млрд. долл. США.

Но возможности рыночного инструментария Банка России – как валютных интервенций, так и операций по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе – были быстро исчерпаны в связи с реализацией инфраструк-

турного риска – введением санкций в отношении возможностей использования Россией своих золотовалютных резервов и проведения операций по счетам в валютах «недружественных» стран. Инструменты, которые составляли основу мер Банка России по сглаживанию волатильности на валютном рынке и устранению угроз финансовой стабильности, оказались недоступными.

При этом на внутренний валютный рынок продолжало оказываться мощное давление. Последствия открытости российской экономики, ее встроенности в глобальные потоки капитала, приток в Россию за последнее десятилетие больших объемов как прямых, так и портфельных инвестиций, теперь проявились со стороны рисков указанных процессов в условиях всего профиля рисков России, в том числе геополитических.

В частности, всего за неделю – с 21 по 28 февраля 2022 года – общий объем покупок на внутреннем валютном рынке ликвидной иностранной валюты нерезидентами и дочерними иностранными организациями составил в общей сложности около 430 млрд. руб. [11]. Спрос на иностранную валюту стал расти и со стороны российских кредитных организаций для закрытия позиций по зарубежным операциям. Общее сокращение коротких позиций с иностранной валютой и длинных – с российским рублем, привели к сильному сужению ликвидности в иностранной валюте и росту ее котировок.

В результате 28 февраля 2022 года максимальный курс долл. США к российскому рублю по валютной паре с расчетами «завтра» (USDRUB_TOM) достиг на торгах Московской биржи отметки в 109 руб. за один долл. США, 3 марта 2022 года – 118 руб., а 10 марта 2022 года – уже 126 руб. [9].

На внутренний валютный рынок оказывалось сильное давление и через так называемый фондовый канал финансовой стабильности – через распродажу фондовых активов иностранными инвесторами, рост объемов неисполнений своих обязательств участниками клиринга по итогам торгов на Московской бирже, увеличение объемов выставленных маржинальных требований и т.д.

В результате стабилизировать ситуацию удалось только благодаря введению финансовыми властями целого комплекса мер. Приостановка торгов на Московской бирже, ограничения на совершение операций нерезидентами (в том числе в ответ на подобные меры «недружественных» стран в отношении резидентов), фиксация цен финансовых инструментов, запрет на открытие коротких позиций и другие кардинальные в сложившейся ситуации меры позволили успокоить ситуацию на фондовом рынке и ограничить ее влияние на валютный и другие сегменты финансового рынка.

Определенное стабилизирующее влияние на курс национальной валюты, по мнению автора, имело и принятие регулятором мер в отношении процентного канала финансовой стабильности. Резкое повышение Банком России ключевой ставки привело к удорожанию денег для населения и бизнеса, но одновременно и снизило их доступность для возможных спекулятивных операций на валютном рынке.

Но данных мер для стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке было недостаточно, и властями было принято решение прибегнуть к мерам валютного регулирования и валютного контроля, которые активно применялись в конце 1990-х – начале 2000-х гг. в условиях достаточно жесткого регулирования курса рубля. Были задействованы механизмы, влияющие как на приток, так и отток ликвидной иностранной валюты из страны. Фактически Россия вернулась к применению валютных ограничений.

Данные меры были призваны минимизировать угрозы ценовой стабильности через валютный канал, а также обеспечить сбалансированное функционирование внутреннего валютного рынка для удовлетворения потребностей участников внешнеэкономической деятельности.

Одними из ключевых мер стали требование об обязательной продаже на внутреннем рынке валютной выручки экспортеров (изначально – 80% от общего объема валютной выручки), введение повышенных комиссий на совершение операций по покупке отдельных видов иностранной валюты «недружественных» стран, запрет на зачисление ино-

странной валюты на счета резидентов в банках, расположенных за пределами Российской Федерации, ограничения на покупку иностранной валюты для нерезидентов из «недружественных» стран, количественные ограничения на снятие иностранной валюты со счетов, а также ее переводы за рубеж и другие меры.

Наряду с этим, в условиях внешних ограничений на использование валют «недружественных» стран, или как их стали называть, «токсичных» валют, в российской экономике вынужденно сформировалась тенденция к девальвации банковских балансов, государственных финансов, системы расчетов и других аспектов финансовой системы в части максимально возможного избавления от «токсичных» валют в условиях ограничений на их использование, а также чтобы не подвергать экономику еще большему риску.

Кредитные организации снизили до непривлекательного уровня ставки по счетам и депозитам клиентов в указанных валютах, в ряде случаев были введены комиссии, что фактически означало отрицательную ставку.

На торгах на Московской бирже произошло явное смещение акцентов с «токсичных» валют в пользу китайского юаня. Валютная пара «китайский юань – российский рубль» со сроком расчетов «завтра» (CNYRUB_TOM) уже занимает на биржевых торгах лидирующую позицию вместе с парой «доллар США – российский рубль» (USDRUB_TOM), далеко опережая остальные валютные пары. При этом накануне кризиса, в январе 2022 года, объемы торгов долларом США более, чем в 100 раз превышали торги китайским юанем [9].

Также произошло заметное смещение акцентов в пользу китайского юаня в расчетах по международным контрактам.

Если еще накануне кризиса, в начале 2022 года, расчеты российских экономических агентов производились преимущественно в валютах «недружественных» стран – 87% расчетов по экспорту и 65% – по импорту, то к концу 2022 года доля указанных валют составляла уже 48% и 46% соответственно. Изменение произошло преимущественно за счет возрастания роли китайского юаня. Сле-

дует отметить, что несмотря на заметное снижение доли «токсичных» валют, они по-прежнему играют определяющую роль во внешнеэкономических расчетах России. Также обращает на себя внимание тот факт, что на фоне происходящей трансформации расчетов доля рубля в расчетах по импорту за 2022 год даже сократилась – с 29 до 27% [15].

Риски и ограничения, связанные с использованием «токсичных» валют, привели и к пересмотру порядку использования ФНБ. В новых условиях нормативная структура активов ФНБ была вынужденно пересмотрена Минфином России в пользу китайских юаней и золота (60 и 40% в сравнении с 30 и 20% до изменений).

Сложившаяся ситуация отразилась и на инструментарии регулятора по воздействию на курс рубля – в условиях существующих инфраструктурных ограничений и значительного смещения валютного рынка и расчетов в сторону китайского юаня как операции «валютный своп» по продаже иностранной валюты, так и операции в рамках бюджетного правила стали проводиться Банком России с инструментом «китайский юань – российский рубль» со сроком расчетов «завтра» (CNYRUB_TOM).

Эффект от принятых регуляторных мер

Следует отметить, что принятые меры однозначно оказали свое позитивное влияние на волатильность курса национальной валюты и на стабильность финансовой системы в целом.

Со второго квартала 2022 года, по мере стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке, введенные валютные ограничения стали смягчаться или даже отменяться, в том числе были либерализованы меры по обязательной продаже экспортной валютной выручки и по репатриации средств по внешнеэкономическим контрактам. Ряд же мер в условиях жесткого санкционного давления продолжает действовать.

Насыщение рынка ликвидной иностранной валютой наряду с комплексом мер по ограничению ее оттока из страны на фоне высоких мировых цен на нефть и сокращения платежей по импорту в конечном итоге привели к обратно-

му эффекту – к сильному укреплению национальной валюты. Так, на торгах на Валютном рынке Московской биржи 29.06.2022 валютная пара «доллар США – российский рубль» со сроком расчетов «завтра» (USDRUB_TOM) достигала минимальной отметки в 50 руб. за один долл. США.

В то же время, указанное обстоятельство вряд ли можно назвать исключительно позитивным с учетом того влияния, которое курс национальной валюты в условиях экспортоориентированной экономики оказывает на формирование доходной части бюджета и возможности финансирования его расходов.

Ситуация стала корректироваться с началом снижения цен на нефть во второй половине 2022 года с учетом санкционных ограничений как в отношении цен на российскую нефть, так и российской продукции в целом, на фоне роста импорта. Определенное влияние на валютный рынок также, вероятно, стало оказывать и смягчение валютных ограничений. В результате со второй половины 2022 года стала наблюдаться среднесрочная тенденция к умеренному ослаблению национальной валюты, с достижением в апреле 2023 года валютной парой «доллар США – российский рубль» со сроком расчета «завтра» (USDRUB_TOM) на Московской бирже отметки в 80 руб. за один долл. США.

Так, по данным Банка России, в результате снижения цен на нефть и действия санкционных ограничений в отношении российской экономики [12] профицит текущего счета платежного баланса России в I квартале 2023 года снизился на 73% в сравнении с аналогичным периодом 2022 года (с 69,8 до 18,6 млрд. долл. США) и на 50% относительно предыдущего квартала (IV квартала 2022 года). При этом объемы импорта имеют обратную тенденцию – к восстановлению до докризисных значений.

Данная ситуация не могла не сказаться и на состоянии государственных финансов. В частности, по данным Минфина России [13], объем нефтегазовых доходов бюджета в январе 2023 года сократился на 54% в сравнении с аналогичным показателем за декабрь 2022 года (с 931,5 до 425,5 млрд. руб.).

В результате с целью финансирования возникшего дефицита государственного бюджета Минфин России прибегнул к продаже ликвидной валюты из ФНБ, и данный процесс продолжается уже на протяжении нескольких месяцев.

Специфика регуляторных аспектов курса рубля в текущих условиях

Следует отметить, что ведение в 2022 году комплекса валютных ограничений не противоречило режиму «плавающего» валютного курса – Банк России изначально, при объявлении в ноябре 2014 года о переходе к режиму таргетирования инфляции, заявлял о том, что не исключает проведения валютных интервенций в случае возникновения угрозы финансовой стабильности. В данную концепцию вполне укладывается и временное применение, при необходимости, более жестких мер валютного регулирования. Вопрос здесь заключается в том, что считать границей между «временным регулируемым плаванием» и «регулируемым плаванием».

Фокус на таргетировании инфляции был сохранен, влияние колебаний курса на ценовую стабильность, пусть и административными методами из 90-х гг. прошлого века – минимизировано. Проведенные в первые дни кризиса, до реализации инфраструктурных рисков, валютные интервенции с учетом их объемов вряд ли могли оказать сколь либо значимое влияние на рублевую ликвидность.

То есть официально принятая в 2014 г. модель сосуществования цен в экономике и курса рубля испытание выдержала. Остановилось лишь «плавание» рубля.

Спецификой же, по мнению автора, в кризисных условиях такого масштаба стала степень задействования инструментов валютного регулирования и валютного контроля – в 2014 г. речь шла о возможности применения в кризисных условиях валютных интервенций, которые в текущих условиях оказались недоступными. В результате регулирование приобрело преимущественно административный характер.

Отличительной чертой регуляторного воздействия стало и лавирование властей в условиях трансформации традиционных индикаторов валютного рынка и международных расчетов на фоне

инфраструктурных ограничений. Поиск альтернатив потребовал корректив и в соответствующих регуляторных механизмах.

Также к специфике текущей ситуации, по мнению автора, можно отнести и то обстоятельство, что текущая регуляторная проблематика с курсом национальной валюты, связанная со снижением предложения ликвидной валюты, частично компенсируется другой проблематикой – финансированием дефицита бюджета, поскольку продажа ликвидной валюты из ФНБ в конечном итоге поддерживает курс рубля.

Очевидно, что это возможно в условиях ранее осуществленных накоплений в ФНБ. И потенциал данного компенсирующего фактора еще достаточно высок – по состоянию на 1 апреля текущего года объем средств ФНБ составлял 11,9 трлн. руб. в рублевом эквиваленте, или 154,5 млрд. долл. США в долларовом эквиваленте [14].

В целом же, по мнению автора, масштабы введенных регуляторных мер, а также тот факт, что финансовым властям приходится в тех или иных формах и степени воздействовать на курс рубля, могут свидетельствовать о том, что регуляторные аспекты формирования курса национальной валюты играют в России куда большую роль в сравнении с режимом полностью плавающего курса.

Выводы

Результаты исследования показали, что в течение почти тридцати лет курс рубля никогда не выходил из поля зрения регулирующих органов – менялись лишь акценты с учетом изменения экономической ситуации в стране, профиля рисков национальной экономики и степени «запаса прочности».

Фактически, по мнению автора, никакого принципиально нового режима валютного курса в 2014 году не появилось. Если в 1990-х – начале 2000-х гг. в условиях систематического превалирования спроса на ликвидную валюту над ее предложением на внутреннем рынке на фоне высокого внешнего долга, роста импорта и низких цен на основные статьи российского экспорта вопрос прямого регулирования курса рубля был жизненно важным для экономики и ценовой

стабильности, то к концу первой декады 2000-х гг. формирование значительной «подушки безопасности» в виде международных резервов и сокращения внешних суверенных долгов на фоне значительного улучшения внешнеторговой конъюнктуры и притока иностранных инвестиций позволили сконцентрироваться на ценовой стабильности.

Внедрение в 2014 году вместо интервенций новых инструментов – по предоставлению ликвидности в иностранной валюте на возвратной основе, по мнению автора, не стало отходом от регулирования курса рубля. Произошла трансформация инструментария – от инструментов прямого воздействия к инструментам, оказывающим влияние на курс рубля косвенно – через воздействие не на сам курс, а на факторы его формирования (спрос и предложение), одновременно минимизируя влияние операций на рублевую ликвидность, что важно для таргетирования инфляции.

Никуда не девшаяся со временем зависимость наполнения бюджета от курса национальной валюты и тесная связь дизайна бюджетного правила с балансом спроса и предложения на валютном рынке, с одной стороны, фактически приводящая к выкупу с рынка излишней ликвидной валюты в ФНБ либо предложению из ФНБ недостающей, и, с другой – обуславливающая необходимость равномерного распределения соответствующих операций во времени, продолжает накладывать свой регуляторный отпечаток на формирование курса и со стороны государственных финансов.

Данная фундаментальная зависимость национальной финансовой системы и экономики в целом от курса рубля, в том числе в условиях фокуса на таргетировании инфляции, ярко проявила себя в условиях кризиса 2022 года, когда после лишения России возможности распоряжаться «подушкой безопасности» (международными резервами) для обеспечения стабильности на валютном рынке, потенциальное воздействие валютного канала на ценовую и финансовую стабильность было настолько высоким, что властям, пусть и временно, но пришлось прибегнуть к административным мерам валютного регулирования и контроля.

Одновременно кризисные события как 2014, так и 2022 гг., по мнению автора, несмотря на эффективные действия монетарных властей по стабилизации ситуации, подсветили и наличие регуляторного потенциала в части более проактивного подхода к управлению рисками финансовой стабильности. Так, экономические условия позволяли ввести в действие инструменты по предоставлению ликвидности в иностранной валюте на возвратной основе значительно раньше, чем конец 2014 г., что теоретически могло ограничить обесценение национальной валюты и траты резервов.

Риски же блокировки международных резервов в «токсичных» валютах и других санкций, реализация которых угрожала национальной финансовой стабильности преимущественно через валютный канал, также прослеживались и росли на протяжении как минимум с 2014 г., когда усилилось санкционное давление на Россию. Фактическая же возможность диверсификации активов, несмотря на все сложности данного процесса, наглядно подтверждена уже вынужденными мерами, принятыми в 2022 году.

Кроме того, произошедший кризис также подсветил и нерешенность «корневых причин» зависимости российской экономики от курса рубля. Как показало исследование, несмотря на смещение акцентов в оплате импорта от «токсичных» валют, оно вряд ли произошло в пользу рубля, его по-прежнему нельзя отнести к ликвидным мировым валютам, широко используемым в международных расчетах. Неслучайно «подушка безопасности» для финансирования дефицита бюджета по-прежнему формируется в наиболее ликвидных и надежных активах – преимущественно в китайских юанях и золоте.

Вместе с тем, полагание в текущих условиях в основном на китайский юань решает проблему лишь временно, поскольку риск концентрации не минимизирован – он перенесен на другую валюту, и нет гарантии неповторения его реализации в будущем, в том числе в силу срабатывания все тех же геополитических факторов. В данном случае не столь важны возможные «триггеры», сколько сам риск.

В конечном итоге из проведенного исследования можно сделать вывод, что курс рубля в реалиях национального профиля рисков финансовой стабильности вряд ли может быть свободно плавающим – только временно и при определенном состоянии профиля рисков. Фундаментальные же факторы обуславливают его регулируемый характер.

Наиболее актуальная регуляторная проблематика в рассматриваемой сфере заключается в том же, в чем и более 20 лет назад – в необходимости обеспечения стабильности и предсказуемости поведения национальной валюты, что в первую очередь зависит от состояния экономики, ее развития и диверсификации.

С учетом произошедших изменений в профиле рисков российской экономики, в первую очередь возрастания роли ограничительных финансовых мер, благоприятным для российской экономики решением может стать и разработка определенной «прокси» валюты, привязанной или свободно конвертируемой в рубль, возможно с учетом региональной специфики национального экспорта и импорта. Также важную роль здесь могут играть современные цифровые технологии.

Активные шаги финансовыми властями в данном направлении уже предпринимаются, и многое будет зависеть от их успешности.

Библиографический список

1. Маняхин Т.В. Современное состояние и перспективы государственного валютного регулирования и валютного контроля в банковской системе России: автореф. дис. ... канд. эконом. наук. Москва, 2005. 24 с.
2. Маняхин Т.В. Мировая практика валютного регулирования: основные методы и проблемы их применения // Финансы и кредит. 2004. № 25 (163). С. 66-71.

3. Банк России. О параметрах курсовой политики Банка России. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/press/PR/?file=10112014_115454dkp2014-11-10T11_52_10.htm (дата обращения: 27.04.2023).
4. Банк России. Ликвидность банковского сектора, инструменты денежно-кредитной политики и другие операции Банка России. [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/statistics/idkp_br/ (дата обращения: 01.05.2023).
5. Банк России. Годовой отчет за 2014 год. [Электронный ресурс]. URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7799/ar_2014.pdf (дата обращения: 02.05.2023).
6. Банк России. Обеспеченные кредиты Банка России. [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/oper_br/t_odm/secured_loans/ (дата обращения: 03.05.2023).
7. Минфин России. Фонд национального благосостояния. [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/nationalwealthfund/> (дата обращения: 04.05.2023).
8. Минфин России. О проведении операций на внутреннем валютном рынке в связи с формированием дополнительных/выпадающих нефтегазовых доходов федерального бюджета. [Электронный ресурс]. URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38331-o_provedenii_operatsii_na_vnutrennem_valyutnom_rynke_v_svyazi_s_formirovaniem_dopolnitelnykhvypadayushchikh_neftegazovykh_dokhodov_federalnogo_byudzheta (дата обращения: 04.05.2023).
9. ПАО Московская биржа. Валютный рынок. [Электронный ресурс]. URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/#/mode=groups&group=12&collection=72&boardgroup=9&data_type=current&category=main (дата обращения: 05.05.2023).
10. Банк России. Данные по операциям Банка России на внутреннем валютном рынке. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/valintbr/ (дата обращения: 05.05.2023).
11. Банк России. Обзор финансовой стабильности за IV квартал 2021 – I квартал 2022 года. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/41033/4q_2021_1q_2022.pdf (дата обращения: 06.05.2023).
12. Банк России. Оценка ключевых агрегатов платежного баланса Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/bop-eval/ (дата обращения: 07.05.2023).
13. Минфин России. Сведения о формировании и использовании дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета в 2018-2023 году. [Электронный ресурс]. <https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fedbud/oil/> (дата обращения: 07.05.2023).
14. Минфин России. Объем Фонда национального благосостояния. [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/nationalwealthfund/> (дата обращения: 08.05.2023).
15. Банк России. Обзор рисков финансовых рынков. Февраль 2023 года. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43828/ORFR_2023-02.pdf (дата обращения: 08.05.2023).